

## 中融人寿快速扩张，中天国富评级上调

■事件：2017年上半年公司实现营业总收入96亿元，同比下降8%；实现归母净利润14亿元，同比下降15%；截至2017年6月末公司总资产达到733亿元，较年初增长3%。中报期内公司核心边际变化包括：(1)中融人寿业务快速扩张，上半年保费收入达28.7亿元；(2)海际证券评级上调至BBB，分公司数量增加，多项业务牌照在申办中；(3)股权激励计划于第一解锁期顺利解锁部分股权。

■中融人寿凤凰涅槃，立足长远稳健发展。40亿元的增资完成后，中融人寿业务得以恢复正常开展，保费增长迅速，业务结构也趋于合理。据保监会数据显示，中融人寿2017年上半年实现原保费收入28.7亿元（较去年同期的23万元大幅上升）。我们认为，在中天金融的支持下，未来中融人寿将发挥机制优势，聚焦长期保障型产品，业绩稳步改善。

■海际证券依托投行，顺利起步后劲十足。海际证券（中报期后更名为中天国富证券）是贵州省第一家民营证券公司，以投行业务为核心。我们认为三方面原因利好海际证券发展：(1)在贵州省推进全省扶贫战略的过程中，中小微企业融资需求不断提升，有利于提升海际证券投行项目储备；(2)目前海际证券的经纪业务、自营业务和资管业务牌照正在申办过程中，未来将更加多元化发展；(3)海际证券的评级刚由CCC上升至BBB，目前已完成7家分公司设立，并有15家分公司在设立中。我们认为海际证券各项业务目前仍处于起步阶段，具有较大的发展空间。

■布局基金银行，完善金控版图。除券商和保险以外，公司控股子公司友山基金（持股70%）2017年上半年营业收入达1938万元，报告期内业内规模排名进入市场前20位。公司以主发起人身份发起设立的贵安银行处于相关行政审批进程中。公司旗下的贵州金融城项目目前已有150余家金融机构正式入驻。我们认为，未来公司在地产业务稳健发展的基础上，将持续完善“大金融”产业布局，拓展利润增长点。

■房地产业务整体收缩。房地产业务为公司主要营业收入来源，2017年上半年公司房地产业务实现收入92亿元（同比下降8%），占公司总营收比例达到96%，毛利率上升6个百分点至40%。中报期内，公司总建筑面积681万平方米，竣工建筑面积102万平方米，完成项目投资38亿元，与去年同比均有大幅下滑。但是，公司一方面推进跨地域发展（扩展至江苏、四川），另一方面积极参与云南省的PPP项目，提升了地产板块的盈利能力。随着公司金融板块扩张，我们预计未来地产业务收入占比将有所下滑。

■股权激励彰显公司信心。中报期内，公司第二期股票激励到达第一个解锁期，符合解锁条件的激励对象共283名，可申请解锁的限制性股票数量为1417万股。该次股权激励计划的解锁彰显了公司良好的业绩和对未来发展的信心。

■投资建议：买入-A投资评级，6个月目标价9.88元。我们预计公司2017年至2019年的EPS分别为0.81元、1.07元、1.29元。

■风险提示：市场风险，政策风险，经营风险

(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入	15,386.1	19,597.0	25,260.8	33,870.8	40,881.2
净利润	2,606.8	2,939.4	3,795.9	5,019.0	6,084.5
每股收益(元)	0.55	0.63	0.81	1.07	1.29
每股净资产(元)	2.68	3.17	3.14	3.98	4.99

盈利和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
市盈率(倍)	13.3	11.8	9.1	6.9	5.7
市净率(倍)	2.7	2.3	2.3	1.8	1.5
净利润率	16.9%	15.0%	15.0%	14.8%	14.9%
净资产收益率	20.7%	19.7%	25.8%	26.8%	26.0%
股息收益率	2.7%	2.7%	3.3%	4.7%	5.5%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

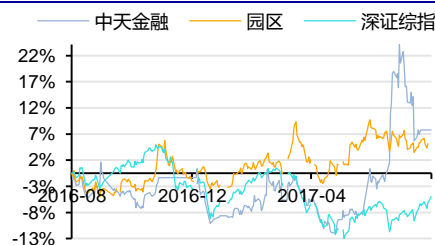
投资评级 **买入-A**  
维持评级

6个月目标价：**9.88元**  
股价(2017-08-18) **7.35元**

### 交易数据

总市值(百万元)	34,542.88
流通市值(百万元)	29,024.71
总股本(百万股)	4,699.71
流通股本(百万股)	3,948.94
12个月价格区间	6.19/8.46元

### 股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-14.38	11.82	14.6
绝对收益	-10.58	18.82	10.33

赵湘怀

分析师

SAC 执业证书编号：S1450515060004  
zhaohx3@essence.com.cn  
021-35082987

### 相关报告

中天金融：地产稳健发展，布局金控版图/赵湘怀	2017-04-26
中天金融：区域地产龙头，转型金控平台/赵湘怀	2017-01-05
中天金融：贵州地产单寡头，抢滩金融全牌照/陈天诚	2016-08-31

## 财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E	(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	15,386.1	19,597.0	25,260.8	33,870.8	40,881.2	<b>成长性</b>					
减:营业成本	9,933.5	12,889.7	16,166.9	21,508.0	26,858.9	营业收入增长率	35.1%	27.4%	28.9%	34.1%	20.7%
营业税费	1,530.9	1,491.2	2,273.5	2,998.6	3,469.7	营业利润增长率	61.4%	27.3%	37.8%	40.1%	19.2%
销售费用	521.2	437.7	815.3	999.0	1,146.1	净利润增长率	62.6%	12.8%	29.1%	32.2%	21.2%
管理费用	562.8	544.2	760.7	1,066.5	1,217.9	EBITDA 增长率	57.8%	49.4%	35.0%	39.9%	20.0%
财务费用	163.3	883.3	1,172.1	1,690.5	2,104.8	EBIT 增长率	60.7%	51.7%	36.1%	40.9%	20.3%
资产减值损失	32.6	105.1	56.3	64.7	75.4	NOPLAT 增长率	91.4%	44.7%	21.1%	39.0%	20.3%
加:公允价值变动收益	-	115.0	652.9	1,001.1	1,802.0	投资资本增长率	37.3%	60.5%	-8.7%	65.2%	-4.5%
投资和汇兑收益	45.4	80.8	44.9	57.0	60.9	净资产增长率	69.7%	20.2%	-1.1%	26.0%	24.4%
<b>营业利润</b>	<b>2,687.3</b>	<b>3,420.0</b>	<b>4,713.8</b>	<b>6,601.7</b>	<b>7,871.2</b>	<b>利润率</b>					
加:营业外净收支	233.2	20.8	292.0	112.0	268.6	毛利率	35.4%	34.2%	36.0%	36.5%	34.3%
<b>利润总额</b>	<b>2,920.5</b>	<b>3,440.8</b>	<b>5,005.7</b>	<b>6,713.7</b>	<b>8,139.8</b>	营业利润率	17.5%	17.5%	18.7%	19.5%	19.3%
减:所得税	306.2	488.0	1,201.4	1,678.4	2,034.9	净利润率	16.9%	15.0%	15.0%	14.8%	14.9%
<b>净利润</b>	<b>2,606.8</b>	<b>2,939.4</b>	<b>3,795.9</b>	<b>5,019.0</b>	<b>6,084.5</b>	EBITDA/营业收入	19.4%	22.8%	23.9%	24.9%	24.7%
						EBIT/营业收入	18.5%	22.1%	23.3%	24.5%	24.4%
						<b>运营效率</b>					
						固定资产周转天数	80	61	45	32	26
						流动资产周转天数	294	321	276	289	310
						流动资产周转天数	956	879	926	817	828
						应收帐款周转天数	33	43	39	38	40
						存货周转天数	739	611	714	675	681
						总资产周转天数	1,156	1,162	1,176	990	977
						投资资本周转天数	376	444	406	384	387
						<b>投资回报率</b>					
						ROE	20.7%	19.7%	25.8%	26.8%	26.0%
						ROA	4.7%	4.1%	4.1%	5.4%	4.7%
						ROIC	18.9%	19.9%	15.0%	22.9%	16.6%
						<b>费用率</b>					
						销售费用率	3.4%	2.2%	3.2%	2.9%	2.8%
						管理费用率	3.7%	2.8%	3.0%	3.1%	3.0%
						财务费用率	1.1%	4.5%	4.6%	5.0%	5.1%
						三费/营业收入	8.1%	9.5%	10.9%	11.1%	10.9%
						<b>偿债能力</b>					
						资产负债率	76.6%	78.1%	83.6%	79.0%	81.3%
						负债权益比	327.5%	356.8%	509.3%	376.3%	436.1%
						流动比率	1.51	2.29	1.12	1.57	1.29
						速动比率	0.37	0.81	0.16	0.32	0.21
						利息保障倍数	17.46	4.90	5.02	4.91	4.74
						<b>分红指标</b>					
						DPS(元)	0.20	0.20	0.24	0.35	0.41
						分红比率	35.9%	32.0%	29.8%	32.6%	31.4%
						股息收益率	2.7%	2.7%	3.3%	4.7%	5.5%

现金流量表						业绩和估值指标					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E		2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	2,614.3	2,952.8	3,795.9	5,019.0	6,084.5	EPS(元)	0.55	0.63	0.81	1.07	1.29
加:折旧和摊销	148.9	152.9	139.2	139.2	139.2	BVPS(元)	2.68	3.17	3.14	3.98	4.99
资产减值准备	32.6	105.1	-	-	-	PE(X)	13.3	11.8	9.1	6.9	5.7
公允价值变动损失	-	-115.0	652.9	1,001.1	1,802.0	PB(X)	2.7	2.3	2.3	1.8	1.5
财务费用	156.9	1,029.2	1,172.1	1,690.5	2,104.8	P/FCF	7.8	3.8	-5.3	8.7	8.5
投资损失	-45.4	-76.2	-44.0	-55.8	-59.3	P/S	2.2	1.8	1.4	1.0	0.8
少数股东损益	7.6	13.4	8.4	16.2	20.3	EV/EBITDA	16.3	10.6	7.8	7.2	5.3
营运资金的变动	-5,311.7	-1,027.5	2,360.1	-18,397.9	2,279.5	CAGR(%)	24.4%	27.4%	33.4%	24.4%	27.4%
<b>经营活动产生现金流量</b>	<b>-97.3</b>	<b>445.8</b>	<b>8,084.7</b>	<b>-10,587.7</b>	<b>12,371.0</b>	PEG	0.5	0.4	0.3	0.3	0.2
<b>投资活动产生现金流量</b>	<b>-4,771.4</b>	<b>-12,145.5</b>	<b>2,335.7</b>	<b>-2,678.0</b>	<b>-4,256.1</b>	ROIC/WACC	2.1	2.2	1.7	2.5	1.8
<b>融资活动产生现金流量</b>	<b>8,572.9</b>	<b>13,595.9</b>	<b>-18,054.1</b>	<b>13,954.5</b>	<b>-7,554.1</b>	REP	1.3	0.7	1.0	0.5	0.7

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。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	葛娇妤	021-35082701	gejy@essence.com.cn	
	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn	
	许敏	021-35082953	xumin@essence.com.cn	
	章政	021-35082861	zhangzheng@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	
	刘恭懿	021-35082961	liugy@essence.com.cn	
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn	
	北京联系人	王秋实	010-83321351	wangqs@essence.com.cn
		田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
		李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
周蓉		010-83321367	zhourong@essence.com.cn	
温鹏		010-83321350	wenpeng@essence.com.cn	
深圳联系人	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn	
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn	
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn	
	巢莫雯			

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楼

邮编： 200080

北京市

地址： 北京市西城区西直门南小街 147 号国投金融大厦 15 层

邮编： 100034