



买入

26% ↑

目标价格:人民币 9.84

000627.CH

价格:人民币 7.79

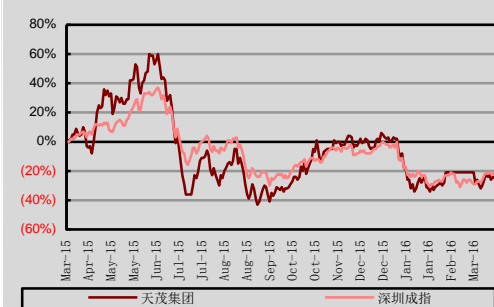
目标价格基础:分部估值法

板块评级:增持

本报告要点

- 纯民营保险公司，寿险投资能力市场领先，财险具备国际化股东背景。

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	(19.4)	(5.1)	(25.1)	(27.5)
相对深证成指	2.5	(12.5)	(6.1)	(7.3)

发行股数(百万)	4,259
流通股(%)	32
流通股市值(人民币 百万)	10,761
3个月日均交易额(人民币 百万)	229
净负债比率(%) (2016E)	净现金
主要股东(%)	
新理益集团有限公司	43

资料来源: 公司数据, 聚源及中银证券
以2016年3月29日收市价为标准

中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

化工: 化学制品

魏涛, CPA*

(8610)66229364

tao.wei@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300514080004

郭晓露

(8610)66229361

xiaolu.guobj@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300514120001

*鲍淼为本报告重要贡献者

天茂集团

产寿险兼备华丽转型，国华、天平叶落归根

作为国华人寿和安盛天平(天平车险)的发起人股东，公司及新理益集团始终看好保险行业的发展，并抓住保险新“国十条”契机，通过或拟通过非公开发行收购或拟收购国华人寿、安盛天平部分股权，并拟对国华人寿进行两次大规模增资。2016年3月17日，经保监会批准，公司已持有国华人寿51%股权，国华人寿成为公司控股子公司；伴随未来公司及相关股东等比例增资，国华人寿股东投入资本将达到164亿元，可以充分应对“偿二代”下资本要求以及满足公司的快速发展；国华人寿专业投资能力，也成为公司持续发展和价值提升的重要保证。在非公开发行完成后，公司将持有安盛天平50%股权，未来将与国华人寿独立运行、协同发展。我们对该股首次评级买入，目标价格9.84元。

支撑评级的要点

- 国华人寿具备高于行业的投资水平，抓住资本市场机遇，发挥低成本和中长期投资优势，获得了资产价值的快速提升，并支持了保险业务的迅速发展；在公司后续规划中，也将由规模向价值过渡，规模提升并稳定后发展可期。
- 安盛天平具备国际化背景，在定价技术、产品体系、股东资源方面有自己的优势和特色；未来将更深入结合互联网、大数据等手段，实现公司的精细化发展，提升客户体验、拓展市场份额。
- 公司股东实力强，可协调资源丰富，未来有较大协同发展的空间。

评级面临的主要风险

- 系统性的宏观经济、金融行业风险，导致投资收益不达预期。
- 利率市场化竞争风险及监管政策风险。
- 非公开发行不成功风险，以及收购、增资监管不予批准风险。

估值

- 分部对国华人寿、安盛天平使用市净率估值，给予公司**买入**评级，目标价9.84元。参考国华2015年末约104亿元净资产、未来通过增发注入的136亿、以及投资等方式带来的净资产增值，按公司持有的51%比例计算，给予国华人寿部分约430亿市值；结合安盛天平50%约70亿市值、以及公司原有业务约60亿市值水平(参考公司近年净资产平均水平及相关化工行业估值)，给予公司目标市值560亿，对应增发后5658亿股本。建议结合估值关注弹性投资机会。

投资摘要

年结日: 12月31日	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入(人民币 百万)	111,896	108,462	5,544,275	7,657,839	9,795,671
变动(%)	15	(3)	5,012	38	28
净利润(人民币 百万)	8,412	25,054	274,278	337,853	425,209
变动(%)	(184)	198	995	23	26
全面摊薄每股收益(人民币)	0.06	0.18	0.27	0.33	0.41
全面摊薄市盈率(倍)	125.85	42.64	28.92	23.73	19.06
市净率(倍)	7.43	6.16	2.44	2.12	1.81

资料来源: 公司数据及中银证券预测

目录

公司简介.....	3
国华人寿另辟蹊径，投资、业务创新成亮点	4
安盛天平国际化优势，产寿结合协同发展	12
估值及投资建议	15
研究报告中所提及的有关上市公司	17

公司简介

天茂实业集团股份有限公司于 1996 年在深圳证券交易所发行上市，公司所处行业为化工和医药原料药，目前主营业务为二甲醚、布洛芬、聚丙烯等产品。2003 年 3 月 7 日，新理益集团有限公司通过受让湖北百科高新投资有限公司所持本公司 1.2 亿国有法人股，成为公司第一大股东。近年来，受宏观经济下行和产能过剩的影响，公司的生产经营日趋困难，化工业务连年亏损；同时随着国际市场竞争加剧，导致原料药业务的盈利能力出现下降。

鉴于上述情况、以及保险新“国十条”的发布，公司看好保险行业的长期发展，在原有参股寿险和产险公司加大投入，将保险纳入经营主业。

2015 年 1 月 12 日，公司第六届董事会第二十九次会议审议通过非公开发行 A 股股票相关事项；2015 年 12 月 7 日，证监会核准公司非公开发行不超过 2,905,604,700 股新股；截至 2016 年 1 月 28 日，本次非公开发行募集资金净额 97.93 亿元，其中新增注册资本 29.06 亿元，增加资本公积 68.88 亿元。募集资金中 72.37 亿元用于收购国华人寿 43.86% 的股权、25.5 亿元用于对国华人寿进行增资（其余股东将等比例增资），剩余部分用于偿还银行贷款及补充流动资金。2016 年 3 月 17 日，保监会批准公司持有国华人寿 51% 股权，国华人寿成为公司控股子公司。

2016 年 3 月，公司再度公布非公开发行预案，拟非公开发行 A 股股票不超过 1,399,116,347 股、募集资金总额不超过 95 亿元，其中 47.68 亿元用于收购上海益科、海南华阁、海南陆达和上海日兴康持有的安盛天平 14.89%、10.10%、8.31% 和 7.44% 的股权；43.86 亿元对国华人寿再次增资（其余股东将等比例增资）；以及偿还银行贷款。若本次非公开发行完成，公司将持有安盛天平 50% 股权，而国华人寿股东投入资本将增至 164 亿元。

交易全部完成后，公司的主营业务将包括保险、医药和化工三个业务板块；未来国华人寿及安盛天平将继续保持独立运营，上市公司将充分整合并发挥国华人寿及安盛天平各自的资源优势，实施产寿联动，快速形成寿险与财险业务的协同效应。

国华人寿另辟蹊径，投资、业务创新成亮点

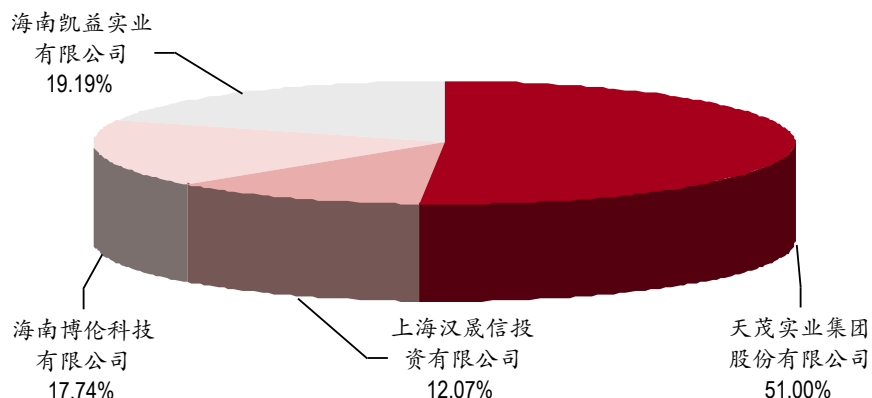
（一）看好保险、长期布局，天茂终成控股股东

国华人寿成立于 2007 年，天茂集团为发起人股东之一，公司长期看好保险行业的发展。

随着 2012 年保险投资政策的逐步放开，保险行业投资收益率有明显提升，保险资金运用范围狭窄、投资收益率长期低下、难以支持保险负债端创新及吸引力的局面得以显著改善；自 2013 年起，寿险产品费率市场化的进程从传统险开始推进，至 2015 年已逐步完成了万能险、分红险“三步走”的改革进程，保险负债端活力增强，更有利于寿险公司之间的差异化经营。从外部环境来看，伴随 2014 年保险新“国十条”的发布，保险行业迎来发展的历史机遇期、在国民经济中的地位逐步提升。

国华人寿顺应行业变革、在经营上作出了一系列改进，创新开辟了互联网渠道产品，并凭借优秀的投资能力取得了业绩反转。公司抓住行业机遇，通过非公开发行，斥资 72.37 亿元收购上海日兴康生物工程有限公司、上海合邦投资有限公司和上海汉晟信投资有限公司所持有国华人寿股份，成为国华人寿控股股东、持股比例 51%，并于 2016 年 3 月 17 日获得保监会审批通过。

图表 1.国华人寿股权结构情况

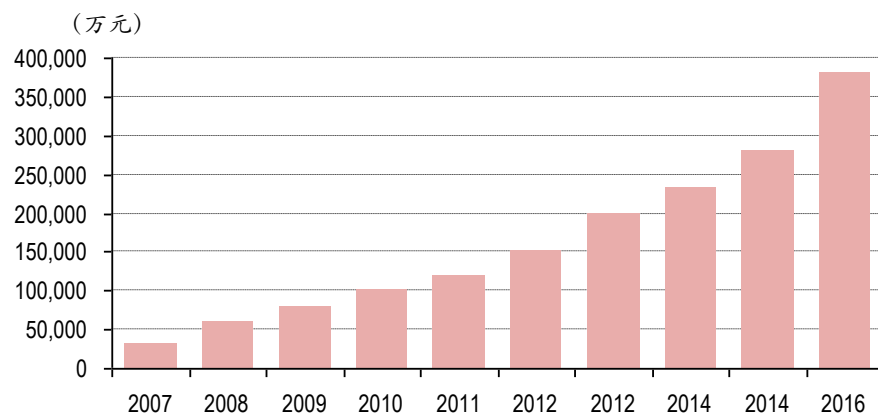


资料来源：上市公司公开信息披露，中银证券

上述非公开发行中，另有 25.5 亿元募集资金用于向国华人寿增资，其他股东将等比例进行增资；2016 年 4 月 1 日，保监会批复国华人寿注册资本增至 38 亿元。

另据公司 2016 年 3 月 10 日公布的非公开发行预案，公司拟使用募集资金 43.86 亿元对国华人寿再次进行增资，其他股东也将等比例增资；预计增资完成后，国华人寿股东投入资本将达到 164 亿元。

图表 2. 国华人寿注册资本情况



资料来源：上市公司公开信息披露、中银证券

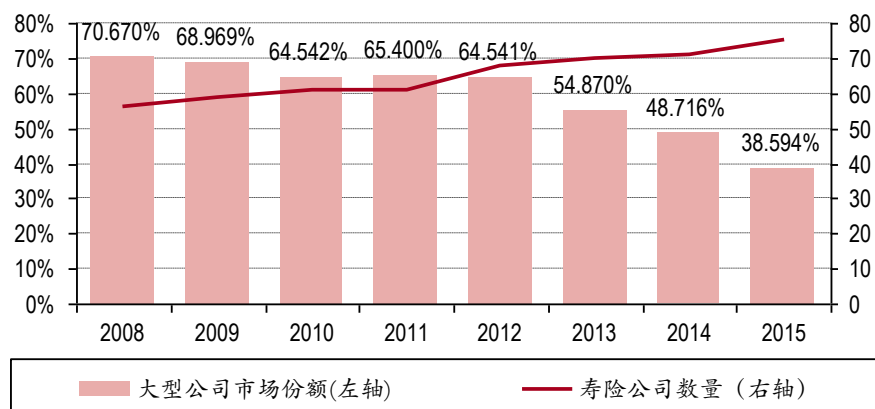
增资完成后，国华人寿资本实力将大大得到加强，上市公司利用资本市场平台为国华人寿补充资本金，可以使国华人寿充分满足“偿二代”的资本要求、增强抵御风险的能力，也有利于国华人寿充分把握当前保险业面临的历史性发展机遇，实现业务规模和盈利能力的快速增长。

（二）顺应市场、策略灵活，民营机制凸显活力

民营体制保险公司利益指向更清晰，经营目标明确，具备更强的危机意识、竞争意识和创新意识，决策效率高、经营策略更加灵活和市场化；较国有体制来说，有着更强的持续改善经营、探索盈利模式、开拓创新业务的内在动力。

近年来，由于所处发展阶段、发展战略、竞争优势等差异，大型险企走上了保障、期交、个险的价值转型之路；同时具备渠道优势的银行系保险公司，以及以安邦、华夏、生命、国华等为代表的、股东背景深厚、资源丰富、资金运用能力强的资产驱动负债型公司取得了快速发展；加之寿险市场主体的不断增加（由 2008 年的 56 家增长至 2015 年的 75 家），规模保费的市场集中度出现明显下降，寿险市场形成了以大型险企为代表的价值型公司，与以上述公司为代表的规模型公司并存的格局。

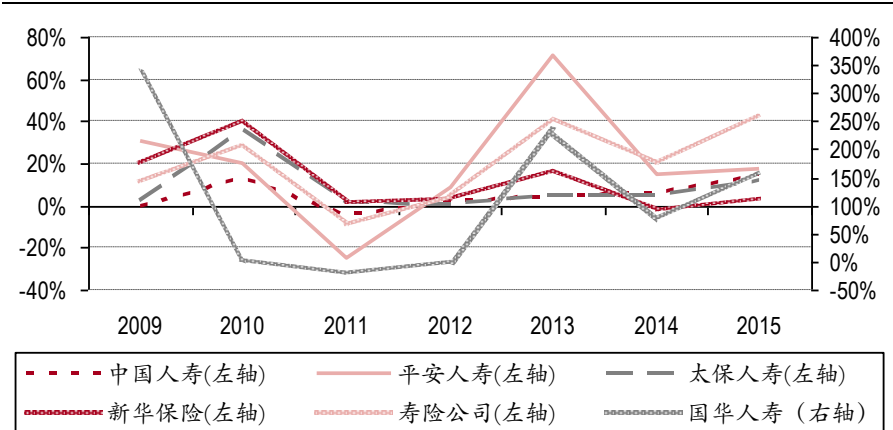
图表 3. 近年来寿险市场主体及规模保费集中度情况



资料来源：保监会公布数据、中银证券

国华人寿作为纯民营背景的中小型保险公司，利用自身投资能力强的比较优势，在同质化竞争激烈的市场环境中扬长避短，走资产驱动负债型道路，紧密结合宏观经济及行业发展趋势，在市场低迷时蛰伏，在市场恢复时加紧布局、取得了远超大型公司和市场整体的保费增速。此外，平安人寿在市场调节方面也较同等规模公司更加灵活，印证了民营体制的市场化。

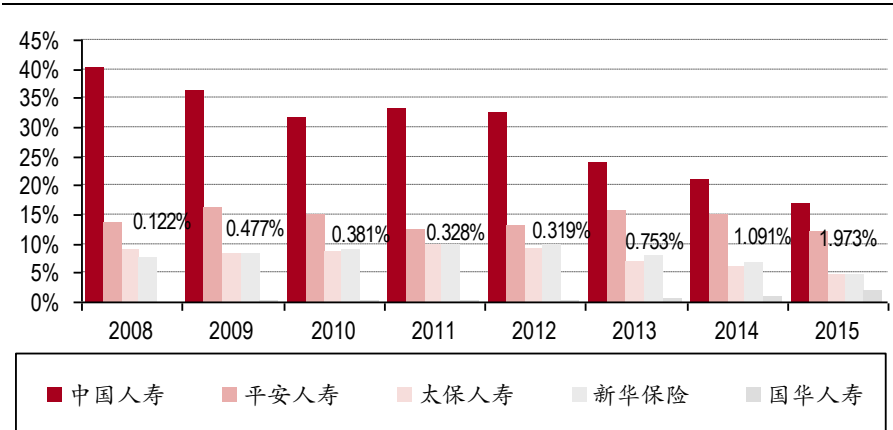
图表 4. 国华人寿、大型寿险公司及寿险行业规模保费增长情况



资料来源：保监会公布数据、中银证券

虽然资产驱动负债型的发展策略对投资能力、制定保费计划的判断等方面有较高的要求，且保费规模会存在更大的波动，但从过往时期的市场表现来看，国华人寿凭借对资本市场较好的把握，贯彻了与市场表现相适应的发展规模策略，在资本市场复苏的阶段适时扩大了保费收入 and 市场份额。

图表 5. 国华人寿、大型寿险公司规模保费市场份额情况



资料来源：保监会公布数据、中银证券

国华的市场排名也有了明显提升，市场排名比例从2008年的66.07%提升至2015年的18.67%。

图表 6. 国华人寿规模保费收入市场排名

年度	市场排名	年度	市场排名
2008	37/56	2012	28/68
2009	20/59	2013	20/70
2010	24/61	2014	16/71
2011	26/61	2015	14/75

资料来源：保监会公布数据、中银证券

（三）资产驱动负债，扩大规模、提升盈利

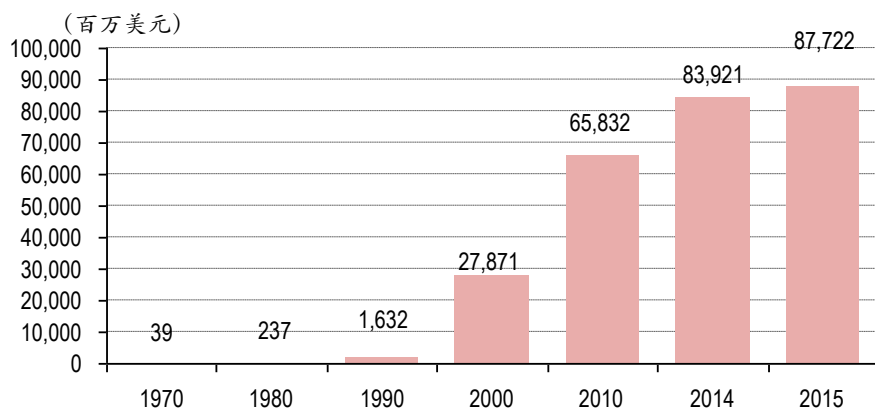
1. 稳定浮存金获取投资收益，保险引“价值投资者”青睐

高举“价值投资”旗帜的巴菲特也喜爱保险公司，将之作为低成本、稳定现金流的来源，其“BERKSHIRE HATHAWAY（伯克希尔哈撒韦）”是一家从事多种业务的控股公司，涵盖保险、再保险，货运铁路运输，公用事业，能源，金融，制造业，服务业，及零售业等业务。

其中保险业务板块为 GEICO，包括全美第二大的个人汽车保险公司、全世界范围内的大型再保险公司“General Re”和“Berkshire Hathaway Reinsurance Group”，以及若干财产、责任、健康、特种等保险公司。

吸引公司更多投身于财产险公司的原因是它的财务特征，即先收取保费后赔付，在极端情况下一些长尾赔付会持续几十年，并且控制好保险业务的综合成本率，这一模式就会给公司带来大量的浮存金，这些浮存金可以用来获取投资收益。虽然保费收入和赔付支出是流动的，但是保险公司持有的浮存金规模基本是稳定的；随着业务规模的增长，浮存金的规模也会随之增长。

图表 7. 伯克希尔哈撒韦保险业务浮存金规模情况



资料来源：公司公开信息披露、中银证券

在资金的运用方面，作为价值投资者，公司持有权益资产的期限通常较长，且对看好的企业持有较高的股权占比；同时此类高比例持股在整个权益资产中占有绝对比例。这一模式具有长期成本优势，投资获得的浮盈是非常可观及相对稳定的。

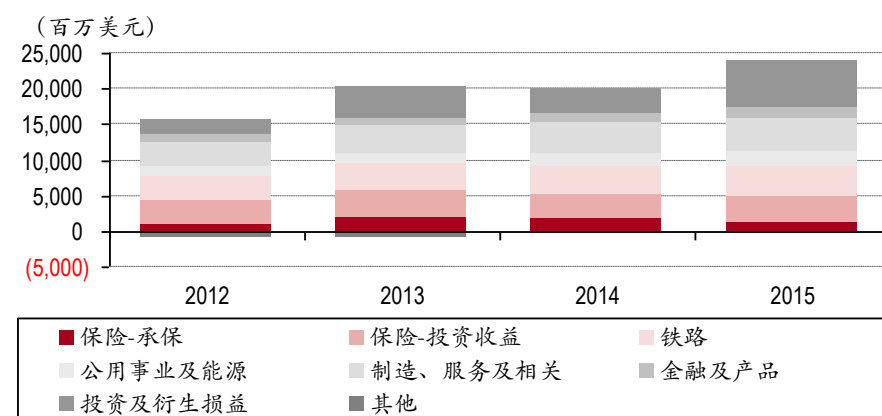
图表 8. 伯克希尔哈撒韦权益持仓情况

公司名称	持有比例 (%)		成本 (百万美元)		年末市值 (百万美元)		浮盈比例 (%)	
	2014	2015	2014	2015	2014	2015	2014	2015
American Express Company	14.8	15.6	1,287	1,287	14,106	10,545	996.0	719.3
Moody's Corporation	12.1	12.6	248	248	2,364	2,475	853.2	898.0
Wells Fargo & Company	9.4	9.8	11,871	12,730	26,504	27,180	123.3	113.5
The Coca-Cola Company	9.2	9.3	1,299	1,299	16,888	17,184	1200.1	1222.9
DaVita HealthCare Partners Inc.	8.6	8.8	843	843	1,402	1,291	66.3	53.1
International Business Machines Corp.	7.8	8.4	13,157	13,791	12,349	11,152	(6.1)	(19.1)
Deere & Company	4.5	7.0	1,253	1,773	1,365	1,690	8.9	(4.7)
U.S. Bancorp	5.4	5.8	3,033	3,239	4,355	4,346	43.6	34.2
The Goldman Sachs Group, Inc.	3.0	2.7	750	654	2,532	2,053	237.6	213.9
Wal-Mart Stores, Inc.	2.1	2.0	3,798	3,593	5,815	3,893	53.1	8.3
The Procter & Gamble Company	1.9	1.9	336	336	4,683	4,683	1293.8	1293.8
Sanofi	1.7	1.7	1,721	1,701	2,032	1,896	18.1	11.5
Total Common Stocks Carried at Market			55,056	58,612	117,470	112,338	113.4	91.7

资料来源：公司公开信息披露、中银证券

从伯克希尔哈撒韦 2014 及 2015 年权益持仓的变化来看,其前 15 名持仓股中有 12 名保持稳定,且在当年年末总市值占比中保持在 80%左右;而变动的 3 只持仓市值占比只占 6.5%左右。虽然面对市场波动,2015 年的浮盈比例较 2014 年有所缩减,但数字依然可观。

这一业务及投资模式,使得保险业务的投资收益对净利润的贡献远远高于承保利润。

图表 9. 伯克希尔哈撒韦净利润构成情况


资料来源：公司公开信息披露、中银证券

2. 国华特色的巴菲特模式，定增、举牌浮盈增厚公司价值

由上述伯克希尔哈撒韦模式来看,目前国内一些寿险公司,把经营保险业务的现金流作为投资资金来源,从中获取投资收益、回报股东及客户的方式,有存在的可行性及合理性。

国华人寿也采用了类似的策略,在非公开发行、举牌上市公司方面做出了较大投入,以相对安全的成本优势获取投资收益,并以 1 至 3 年的不同配置去平抑可能发生的权益类投资大幅波动,为投资的良好表现提供了有力支撑。

图表 10. 国华人寿举牌及参与非公开发行投资情况

股票	增持日期	增持后股数	增持后占比(%)	交易方式	受让价格或均价	持仓成本(万元)	2016年3月22日收盘价	2016年3月22日市值	浮盈金额(万元)	浮盈比例(%)
有研新材	2015年6月1日	23,000,000	2.74	协议转让	15.95					
	2015年6月	5,000,000	0.59	二级市场	(预计中间价) 20.15					
	2015年7月1至6日	5,384,850	0.64	二级市场	(预计中间价) 13.52	62,077	10.44	65,784	3,707	5.97
	2015年7月7日	63,011,234	7.51	二级市场	(预计中间价) 10.61					
国农科技	2015年7月8日	4,198,900	5.00	集中竞价	21.09	8,855	33.48	14,058	5,202	58.75
华鑫股份	2015年8月17日	26,204,192	5.00	二级市场	14.11	74,000	10.26	53,771	(20,230)	(27.34)
	2015年8月20至28日	52,408,252	10.00	二级市场	14.13					
东湖高新	2015年8月14至17日	31,712,985	5.00	二级市场	10.22	32,411	7.93	25,148	(7,262)	(22.41)
鸿达兴业	2015年7月21日	52,700,922	5.30	非公开发行	7.39	38,946	19.19	101,133	62,187	159.68
新世界	2015年8月10至12日	26,590,043	5.00	二级市场	17.14	102,398	13.46	71,580	(30,818)	(30.10)
	2015年8月19至20日	53,179,970	10.00	二级市场	21.37					
	2015年7月15日	22,889,297	5.00	二级市场	12.07					
天宸股份	2015年7月28至8月4日	45,778,528	10.00	二级市场	(预计中间价) 16.89	105,622	15.85	108,838	3,216	3.04
	2015年8月19至26日	68,667,755	15.00	二级市场	17.19					
包钢股份	2015年5月26日	1,222,222,221	3.75	非公开发行	1.80	220,000	3.02	369,111	149,111	67.78
天通股份	2015年3月31日	31,676,021	3.81	非公开发行	11.01	34,875	11.26	35,667	792	2.27
西部证券	2015年3月25日	20,174,050	1.44	非公开发行	25.28	51,000	26.60	107,326	56,326	110.44
天海投资	2014年12月29日	419,030,100	14.45	非公开发行	5.98	250,580	6.11	256,027	5,447	2.17
北京城建	2014年8月20日	50,128,205	3.20	非公开发行	7.80	39,100	12.46	62,460	23,360	59.74
新湖中宝	2014年12月3日	177,419,354	2.18	非公开发行	3.10	55,000	3.96	70,258	15,258	27.74

资料来源：公司公开信息披露、中银证券

按照公司公开披露的信息，以2016年3月22日收盘价或相关公司停牌价格静态估算，公司参与的投资虽然经历了2015年股市的剧烈波动、个股盈亏不一，但总体市值目前约为134亿元，仍浮盈约25%，低成本长期投资优势明显。

同时需要指出的是，目前国华人寿以及国内同类寿险公司的发展模式仍有别于伯克希尔哈撒韦：

- 伯克希尔哈撒韦公司的保险业务以财产险和再保险为主，多为短期险种，保费流动性强，浮存金可以得到及时补充和扩大；且此类保费收入为非返还性，只要控制好承保业务的质量，则资金成本会得到有效控制；
- 虽然目前市场偏重理财的寿险产品，实际的保险期间并不长，可以看作类短期险，在一定程度上可以达到与财险公司同样的效果；但是受目前国内寿险市场竞争环境等影响，理财型寿险产品相对刚性兑付的收益率维持在较高水平，由之前的4%左右不断攀升，最高达到过8%以上，平均水平也在6%左右，若考虑销售费用、运营成本，其资金成本也更高；且此类保费需要到期返还本息，对保费的持续规模和流动性有较高的要求；
- 国内的权益类资产投资周期相对较短，波动性大，市场环境复杂，投资收益的不确定性相对较高。

“不断放开的投资领域、专业的投资能力、综合性的资源优势”是资产驱动负债型公司缺一不可的要素。国华人寿无论从高层管理者，还是投资的执行团队，都对资本市场有较深刻的理解，具备专业和经验优势；据非官方测算，国华人寿近年的投资收益率水平处于行业领先；上市平台资源丰富，以上优势都为国华的持续发展提供了保证。

（四）开拓渠道、创新产品，拥抱互联网提升品牌效应

保险行业在 2011 至 2012 年间经历了一段相对低迷的时期，在这一大环境下，国华人寿积极进行产品创新、开拓保费收入渠道，在 2012 年 12 月 3 日至 5 日，率先在淘宝聚划算平台推出了短期理财型保险团购产品，主打：

- “快速理财精品 3 个月”的金钥匙 1 号，预期年化结算利率为 4.05%；
- 超高收益的金钥匙 2 号，预期年化结算利率为 5.2%，一年后退保无任何手续费；
- “稳健增值的创富人生”，三年保底的超长稳健产品，预期年化收益 5%。

虽然目前市场上此类产品比比皆是，而且收益率更高，但是结合 2012 年的市场环境来看，国华人寿迈出了引领行业发展模式创新的重要一步。无论是互联网渠道的销售方式、具有吸引力的收益率、以无退保手续费实现的获取短期理财收益的方式，以及相对敏感的“理财型”保险等，都在当时沉闷的市场环境中产生了极大反响，使得名不见经传的国华人寿顿时变得尽人皆知。此外，能够迎合互联网保险小额、高频、碎片化的特点，也说明国华的运营、IT 具有强大的技术实力，可以有效支持公司业务的持续创新。

国华的这一创新模式引来同业公司纷纷效仿，竞相投身互联网“理财型”保险，占据了互联网寿险产品的主体。2014 年，人身保险公司互联网业务实现保费收入 353.2 亿元，同比增长 5.5 倍，占人身险累计原保费的 3%，同比增长 2.3 个百分点；与 2011 年相比，爆发性增长了 33 倍，年均增长率达到 225%；其中，万能险互联网业务全年实现保费 204 亿元，占互联网人身保险总保费的 58%；人身保险全年官网实现保费 18 亿元，占互联网人身保险总保费的 5%，第三方平台（如天猫、支付宝、招财宝）实现 335 亿元保费，占 95%。此外，开展互联网业务的人身保险公司总数达 52 家，约为 2011 年的 3 倍，占人身险公司总数的 7 成以上。

由于互联网保险本身属于新生事物，加之保险产品本身容易引起纠纷，且在当时的监管政策上存在空白，“国华”模式在摸索中前行；监管出于谨慎和回归保险本质等考虑，一度叫停了国华、珠江、前海公司天猫等平台的高收益短期理财保险产品；目前国华人寿天猫旗舰店也全新改版、主打养老金及健康险等产品。从某种意义上来说，国华人寿也加速了互联网保险专项监管政策的出台（保监发〔2015〕69 号，中国保监会关于印发《互联网保险业务监管暂行办法》的通知），从行业长期多元化发展的角度来看，国华人寿为此做出了积极的贡献。

（五）上市平台提升经营实力，优化与成长是目标

国华人寿在规模扩张阶段，“偿二代”监管体系对其与偿付能力充足率相关的资本实力提出了更为综合性的要求。

保监会于 2016 年 3 月 18 日发布的《关于规范中短存续期人身保险产品有关事项的通知》（保监发〔2016〕22 号），对实际存续期间不满 3 年的产品提出了规模的限制及改进要求；同时将中短存续期产品的规模限额规定为“公司最近季度末投入资本和净资产较大者的 2 倍以内”。出于控制流动性和资产负债错配风险，新规对资产驱动负债型寿险公司的资本实力提出了更高的要求。

国华人寿一方面通过上市平台，大大加强了及时补充资本金、维持公司按照战略规划持续发展的实力；另一方面，国华也处于第二个五年规划期，即“优化与成长”阶段，在战略规划中提出将在继续扩大客户数量的同时，通过再次开发和提供增值服务实现业务结构的不断优化，实现其业务持续、健康、稳定的发展，并快速提升国华人寿内含价值；形成具有国华人寿特色的发展模式和企业文化，树立国华人寿的企业品牌，使其进入稳定的盈利期。

安盛天平国际化优势，产寿结合协同发展

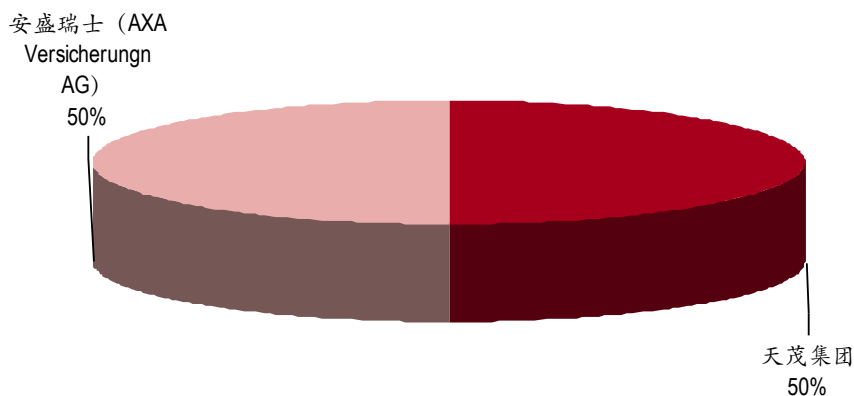
（一）不忘产险初心，中西各占半壁江山

安盛天平的前身为“天平车险”，“新理益集团”是发起人股东之一。2013年天平车险与安盛有限进行吸收合并，天平车险作为存续主体；2014年初更名为“安盛天平”，目前外资为第一大股东，公司持有安盛天平9.25%股权。

保险新“国十条”给财产保险行业带来了更多非车险业务的广阔市场，车险费率市场化、互联网及大数据的应用，也给车险领域带来了新的竞争机遇。

公司于2016年3月10日公布非公开发行预案，拟以47.68亿元收购上海益科、海南华阁、海南陆达和上海日兴康分别持有的安盛天平14.89%、10.10%、8.31%和7.44%的股权，合计40.75%；收购完成后，公司将持有安盛天平50%股权。

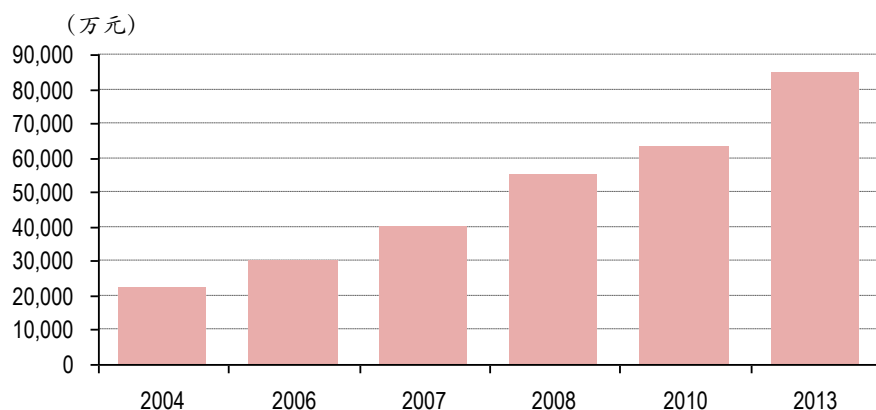
图表 11. 天茂集团拟非公开发行后安盛天平股权结构情况



资料来源：上市公司公开信息披露、中银证券

安盛天平的资本实力随着增资、合并得到不断加强；截至2014年，安盛天平注册资本约为8.5亿元。

图表 12. 安盛天平注册资本情况

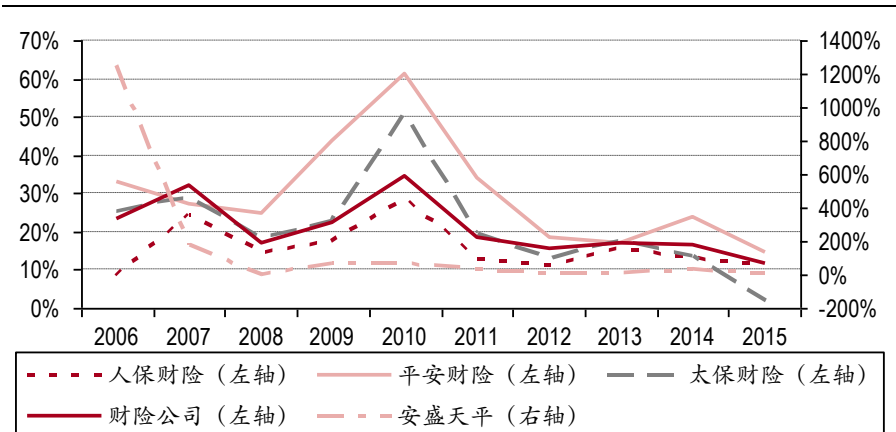


资料来源：上市公司公开信息披露、中银证券

（二）市场份额稳步提升，发挥优势特色化发展

我国财产险行业发展较快，保费收入维持在两位数的增长；同时由于车险业务占据财产险约 70% 的份额，近年来受汽车数量增速放缓及车险费率市场化改革影响，财险行业及公司保费增速略有下降。

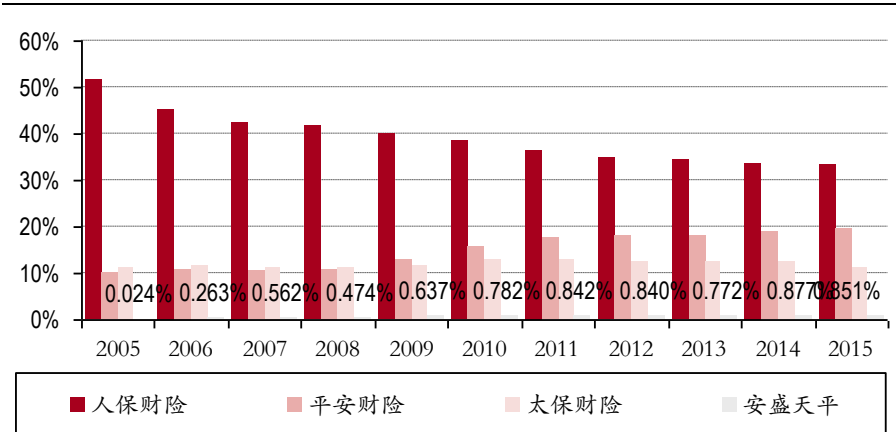
图表 13. 安盛天平、大型财险公司及财险行业保费增长情况



资料来源：保监会公布数据、中银证券

安盛天平保持稳健经营，在市场集中度下降过程中取得了市场份额的提升。

图表 14. 安盛天平、大型财险公司保费市场份额情况



资料来源：保监会公布数据、中银证券

财险市场主体数量从 2005 年的 35 家，增长至 2015 年的 73 家，中小公司的竞争更加激烈；安盛天平凭借自身竞争优势，实现了市场排名的持续提升；市场排名比例从 2005 年的 85.71% 提升至 2015 年的 19.18%。

图表 15. 安盛天平保费收入市场排名

年度	市场排名	年度	市场排名
2005	30/35	2011	16/59
2006	18/36	2012	17/62
2007	17/42	2013	18/64
2008	21/47	2014	13/65
2009	19/52	2015	14/73
2010	17/53		

资料来源：保监会公布数据、中银证券

安盛天平大股东“安盛瑞士”为法国安盛集团全资子公司，法国安盛集团是全球领先的保险公司之一；截至 2015 年末，法国安盛集团业务已覆盖全球 59 个国家，客户数量达到 1.03 亿。未来安盛天平将持续借助股东资源优势，进一步提升在保险产品开发、定价、销售等方面的竞争力。

作为专业提供机动车辆保险的公司之一，安盛天平拥有行业内较为独特的产品体系，可以根据客户需求提供灵活多样的保单配置。除产品持续创新外，安盛天平还利用互联网、电商及移动端互联网，推出直通签单服务，优化了报价流程、提升客户体验，从而积极争取互联网业务发展的先机；未来将通过与互联网更深入的结合，提升运营效率、深入发掘数据从而实现精准定价及营销等。

估值及投资建议

根据以上分析，考虑到国华人寿目前业务特点，对其采用市净率估值；中小型寿险公司弹性更大，但同时不确定性相对较强，对估值有一定的抵消，参考目前 A 股寿险公司，给予国华人寿 2.5 倍市净率。在国内资本市场不发生大幅恶化、及国华人寿管理层和投资团队保持现有投资水平的前提下，预计公司保费收入在 2015 年同比大幅上升的基础上未来保持稳步增长，权益投资的盈利保持稳步提升。参考国华 2015 年末约 104 亿元净资产、未来通过增发注入的 136 亿、以及投资等方式带来的净资产增值，按公司持有的 51% 比例计算，给予国华人寿部分约 430 亿市值。

在非公开发行方案中，安盛天平全部股东权益预估值为 117 亿元，对应 2015 年末净资产的市净率为 2.97 倍，符合行业水平；伴随持续经营的优化，其价值将稳步提升。

同时参照天茂集团原有业务约 60 亿市值（参考公司近年净资产平均水平及相关化工行业估值），给予公司目标市值约 560 亿元；对应增发完成后 56.58 亿股，目标价约 9.84 元，给予公司首次 **买入** 评级。未来伴随规模增长、保险业务价值提升、投资带来持续资产增值等因素，公司具备价值持续提升的潜力。

合并利润表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	111,896	108,462	5,544,27	7,657,83	9,795,67
已赚保费	0	0	4,430,43	6,133,81	7,811,74
投资收益	31,251	54,351	882,878	1,241,97	1,654,97
营业支出	101,789	75,243	5,240,38	7,282,22	9,327,25
退保金	0	0	793,924	1,224,15	1,716,55
保单红利支出	0	0	12,041	18,504	28,504
保险合同赔付支出	0	0	1,060,40	1,453,48	1,901,54
提取保险责任准备金	0	0	2,395,04	3,395,81	4,285,77
保险业务手续费及佣金支出	1,359	1,429	232,754	305,592	377,977
业务及管理费	5,559	6,325	442,535	546,792	652,076
其他业务成本	82,979	51,797	311,607	353,110	386,715
资产减值损失	8,818	13,217	15,648	16,807	18,052
营业利润	10,107	33,219	303,891	375,619	468,419
利润总额	10,895	33,443	310,540	383,518	477,490
净利润	8,412	25,054	274,278	337,853	425,209
归属于母公司股东的净利润	8,382	24,727	152,433	185,719	231,218
每股收益(人民币元)	0.06	0.18	0.27	0.33	0.41
其他综合收益	(1,215)	4,339	165,648	228,269	305,501
综合收益总额	7,196	29,393	439,927	566,122	730,710
归属于母公司股东的综合收益总额	7,167	29,066	236,913	302,136	387,024

资料来源: 公司数据及中银证券预测

合并资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2014	2015	2016E	2017E	2018E
资产					
货币资金	5,894	6,164	494,961	674,435	895,039
以公允价值计量且其变动	0	0	0	0	0
保户质押贷款	0	0	62,669	87,017	117,017
定期存款	0	0	1,850,13	2,550,40	3,412,58
可供出售金融资产	71,684	41,860	5,123,87	6,988,93	9,281,96
持有至到期投资	0	0	3,704,09	5,523,96	7,440,47
无形资产	50,388	49,045	83,782	97,973	114,160
其他资产	11,070	9,822	70,119	82,936	98,087
负债					
保户储金及投资款	0	0	5,163,24	5,988,38	6,875,91
保险合同准备金	0	0	5,920,90	9,310,55	13,588,2
应付债券	0	0	22,938	49,282	80,442
其他负债	5,852	6,648	39,500	52,894	68,426
股东权益					
股本	135,359	135,359	565,831	565,831	565,831
资本公积	3,015	7,334	2,364,04	2,587,97	2,889,44
盈余公积	10,227	12,816	86,900	120,368	162,488
归属于母公司所有者权益合计	144,902	173,967	1,845,57	2,122,16	2,481,60
负债和股东权益总计	210,850	240,921	14,846,66	20,163,64	26,695,78

资料来源: 公司数据及中银证券预测

研究报告中所提及的有关上市公司

天茂集团(000627.CH/人民币 7.79, 买入)

以 2016 年 3 月 29 日当地货币收市价为标准
本报告所有数字均四舍五入

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 20%以上；
谨慎买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 10%-20%；
持有：预计该公司股价在未来 12 个月内在上下 10%区间内波动；
卖出：预计该公司股价在未来 12 个月内下降 10%以上；
未有评级（NR）。

行业投资评级：

增持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现强于有关基准指数；
中立：预计该行业指数在未来 12 个月内表现基本与有关基准指数持平；
减持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现弱于有关基准指数。

有关基准指数包括：恒生指数、恒生中国企业指数、以及沪深 300 指数等。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371