

中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

金融：保险

魏涛, CPA*

证券投资咨询业务证书编号：S1300514080004
(8610) 66229364
tao.wei@bocichina.com

郭晓露

证券投资咨询业务证书编号：S1300514120001
(8610)66229361
xiaolu.guobj@bocichina.com

*鲍焱为本报告重要贡献者

天茂集团：一季度预计扭亏为盈，国华人寿贡献凸显

事件：

- 1、天茂集团(000627.CH/人民币 8.07, 买入)2016 年 1 季度，预计归属于上市公司股东净利润为 7.5 至 8 亿元，较上年同期的 2,041 万元亏损有重大改善；其中国华人寿自 2016 年 3 月 16 日纳入合并报表贡献约 3.06 亿元（51% 持股），原有国华人寿 7.14% 股份公允价值计量差价增值约 5 亿元。
- 2、国华人寿 2016 年 1 季度，实现累计原保险保费收入为人民币 184.7 亿元，保户储金及投资款新增交费为人民币 118.5 亿元，投连险独立账户新增交费为人民币 7.7 亿元。
- 3、为进一步理顺公司业务构架关系，拟成立全资子公司“天茂化工”、注册资本 1 亿元，承接目前全部化工及相关业务。

点评：

- 1、2015 年公司通过非公开发行募集资金净额 97.93 亿元，收购国华人寿 43.86% 的股权及对国华人寿进行增资；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 4 月 1 日，保监会批复国华人寿注册资本增至 38 亿元。

国华人寿成为公司的主体，凭借特色、优秀的投资能力，以及在保险销售渠道（诸如互联网、银行终端机）的不断开拓创新，保费将在合理规划内稳定提升，为投资及净资产的持续增厚提供来源和支持；在实现规模效应后，国华在远期规划中也将注重价值保费的提升；国华属于民营体制公司，目前尚在规模扩张期，弹性更大。

- 2、国华人寿 1 季度原保费收入同比增长 188.66%、保户储金及投资款新增交费同比增长 146.49%，规模已经达到寿险市场约前 15 名的位置；一方面受一季度开门红高增长的影响，以及寿险行业 1 季度整体规模保费的大幅提升，走资产驱动负债型发展路径的国华保持了高于行业水平的增速；另一方面，国华出于资产负债匹配需要、整体发展规划等考虑，预计在后续月份的增速会逐步放缓（2015 年保费也呈前低后高分布）；此外，保监会发布《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），提出业务及资本等相关限制要求，国华结合自身主观规模控制及客观制度规定，前 3 个月原保费较前 2 个月增长 16.33%、保户储金及投资款新增交费增长 9.34%，增速明显放缓；但伴随前期约 51 亿元的股东资本投入，“基准额度”的空间依然比较充分，可及时根据资本市场的变化进行规模的调整；同时，不受“中短存续期”产品规定限制的投连险较 2 月累计保费增长了 186.67%，业务倾向有较明显变化。

- 3、成立全资子公司运营原有化工业务，有助于公司改善治理结构，业务划分更加明确，利于各版块业务独立良好发展。

中银证券观点：

伴随 2016 年 3 月公司增发预案的预期，后续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。我们对该股维持买入评级，目标价格 9.84 元，2016、2017、2018 的每股收益分别为 0.27、0.33、0.41 元。

更多详细内容请参考我们的深度首次评级报告《天茂集团：产寿险兼备华丽转型，国华、天平叶落归根》。

图表 1. 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	29.96	24.59	19.75
市净率(倍)	7.43	6.16	2.47	2.15	1.84

资料来源：公司数据及中银证券预测

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。除非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