



2016-08-05

公司深度报告

买入/首次

天茂集团(000627)

目标价: 10.24

昨收盘: 8.6

化工 化学制品

天茂集团(000627): 从医药到保险, 从保险到金控

核心内容:

成功收购国华人寿, 成为市值最小的保险标的。年初天茂集团通过非公开发行股票募集资金收购了国华人寿 43.86%的股权, 完成后公司合计持有国华人寿 51%的股份, 成功控股国华人寿, 顺利完成转型金融的战略目标, 公司主营业务拓展至保险、化工、医药三大领域。2016 年一季度, 国华人寿并表导致天茂集团实现归母净利润 7.9 亿元, 上半年利润预告 8.2-8.4 亿元, 同比实现扭亏为盈。

国华人寿处于快速发展阶段, 走“成长+优化”特色之路。国华人寿选择“资产驱动负债”模式, 自 2014 年开始进入盈利周期, 业务处于快速发展阶段。公司将“成长+优化”作为未来发展的主基调, 以万能险为主导的产品结构逐步转变为年金险和万能险均衡发展、传统保障型保险和投资型保险并驾齐驱, 这一转型符合监管层提出的“保险姓保”的指导思想和保险行业的发展趋势, 是公司未来价值和利润水平提升的必由之路。

安盛天平车险资源和专业优势明显。2014 年安盛天平完成吸收合并之后, 逐渐控制住了近年来赔付支出和业务管理费的快速增长势头, 经营走出低谷。作为专业的车险公司, 安盛天平在应对车险市场化改革中具有产品创新、客户和数据资源、定价、营销等多方面优势, 看好未来车险业务发展。

核心投资逻辑: 一、行业形势依然向好, 未来发展空间大; 二、保险业务做大做强, 财险资产注入可能性大; 三、大股东布局金融平台, 金融协同效应有待释放; 四、上半年业绩大幅增长, 边际改善为估值提供支撑。

估值和投资建议: 预计公司未来三年的 EPS 分别为: 0.40、0.55、0.65 元/股。基于公司行业性机遇以及自身经营特点, 我们看好公司未来发展前景, 给予“买入”评级, 目标价: 10.24 元/股, 对应 PE 分别为: 22 倍、16 倍、14 倍。

风险提示: 利率下行, 保险责任准备金计提的不确定性风险; 监管趋严的政策性风险。

主要财务指标

	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	541	50,969	63,073	74,316
净利润(百万元)	247	1,525	2,090	2,464
摊薄每股收益(元)	0.18	0.40	0.55	0.65

资料来源: 公司公告, 太平洋证券研究院

股票数据

总股本/流通(百万股)	4,259/1,354
总市值/流通(百万元)	36,629/11,641
12 个月最高/最低(元)	11.24/6.04

证券分析师: 张学

电话: 010-88321528

E-MAIL: zhangx@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190511030001

联系人: 孙立金、方刚

电话: 010-88321730

E-MAIL: sunlj@tpyzq.com

目录

一、 从医药到保险，业务协同+资本协同	4
二、 大股东实力雄厚，资本运作经验丰富	5
三、 化工业务受行业因素影响持续亏损，新技术上线	7
四、 医药业务利润平稳，特色原料药创造利润增长点	8
五、 国华人寿：处于快速发展阶段，走“成长+优化”特色之路	9
(一) 选择“资产驱动负债”模式，主打万能险快速超车	9
(二) 投资能力具有优势，连续三年高于行业平均收益率	11
(三) 原保费收入快速增长，抓住时机适时转型	12
(四) 银保渠道为主要渠道，互联网渠道行业领先	14
(五) 多次增资保证偿付能力，登陆资本市场大势所趋	15
六、 安盛天平：安盛集团战略入股，车险业务优势明显	16
(一) 市场份额位列外资险企第一，电网销渠道贡献突出	16
(二) 吸收合并安盛股份，公司经营走出低谷	19
(三) 主攻车险市场，费率市场化改革开启差异化经营机遇	19
(四) 产寿平台协同性强，聚焦资源共享	20
七、 投资逻辑梳理：	21
1、行业形势依然向好，未来发展空间大	21
2、保险业务做大做强，财险资产注入可能性大	22
3、大股东布局金融平台，金融协同效应有待释放	22
4、上半年业绩大幅增长，边际改善为估值提供支撑	22
八、 估值与投资建议：	22
九、 风险提示：	23

图表目录

图表 1：天茂集团上市以来发展概况	4
图表 2：天茂集团化工业务经营情况	4
图表 3：天茂集团医药业务经营情况	4
图表 4：天茂集团股权结构	5
图表 5：天茂集团布局产险概况	6
图表 6：天茂集团布局寿险概况	6
图表 7：天茂集团化工业务收入和毛利	7
图表 8：天茂集团化工业务收入结构	7
图表 9：聚丙烯收入和毛利	8
图表 10：二甲醚收入和毛利	8
图表 11：天茂集团医药业务收入和毛利	8
图表 12：天茂集团医药业务收入结构	8
图表 13：布洛芬原料药收入和毛利	9
图表 14：国华人寿股权结构	9
图表 15：国华人寿总资产	10
图表 16：国华人寿规模保费	10
图表 17：国华人寿净利润	10
图表 18：国华人寿市场份额	10
图表 19：国华人寿投资收益	11
图表 20：2015 年以来保险资金运用政策	12
图表 21：国华人寿原保费收入	13
图表 22：国华人寿保费投资款及投连险独立账户新增缴费	13
图表 23：国华人寿保费结构	13
图表 24：国华人寿险种结构	14
图表 25：上市险企保险营销员情况	14
图表 26：国华人寿增资情况	16
图表 27：安盛天平股权结构	16
图表 28：安盛天平原保费收入及增长率	17
图表 29：安盛天平市场份额	17
图表 30：安盛天平险种结构	18
图表 31：2015 年安盛天平渠道结构	18
图表 32：安盛天平营业收入和净利润	19
图表 33：中国平安客户迁徙表（万人）	21
图表 34：2005-2015 年我国保险行业保费收入情况	21
图表 35：天茂集团营业收入与净利润	22

一、从医药到保险, 资本驱动

天茂集团位于湖北省荆门市, 是一家集金融保险、新能源化工和医药化工为一体的大型企业, 是湖北省级高新技术企业和重要的民营控股上市公司。

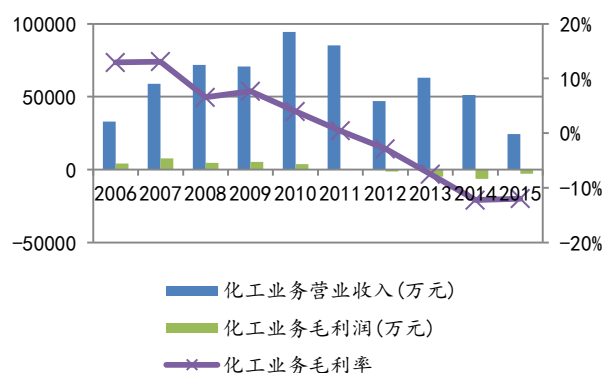
天茂集团以前主营业务是化工、医药两大领域, 始终坚持化工、医药业务并举的经营方针。1996 年公司刚上市时主营业务为聚丙烯、甲醇、布洛芬等产品。2007 年 4 月, 公司建设的 10 万吨/年二甲醚项目建成投产, 主营业务增加为二甲醚、聚丙烯、甲醇、布洛芬等产品。2011 年 5 月, 公司出售以甲醇生产为主营业务的湖北中天荆门化工有限公司的股权, 公司主营业务减少为二甲醚、聚丙烯、布洛芬等产品。2016 年公司成功控股国华人寿, 目前公司主营业务为金融保险、聚丙烯、布洛芬、轻烃等产品。

图表 1: 天茂集团上市以来发展概况

时间	公司全称	股票简称	主营业务
1996-2000	湖北中天股份有限公司	湖北中天	聚丙烯、甲醇、原料药、医药制剂等
2000-2006	湖北百科药业股份有限公司	百科医药	
2006-2007	天茂实业集团股份有限公司	天茂集团	聚丙烯、二甲醚、甲醇、原料药等
2007-2011			聚丙烯、二甲醚、原料药等
2011-2013			聚丙烯、二甲醚、原料药等
2013-2016			聚丙烯、二甲醚、原料药、轻烃、丙丁烷混合液化气等
2016-今			金融保险、聚丙烯、二甲醚、原料药、轻烃、丙丁烷混合液化气等

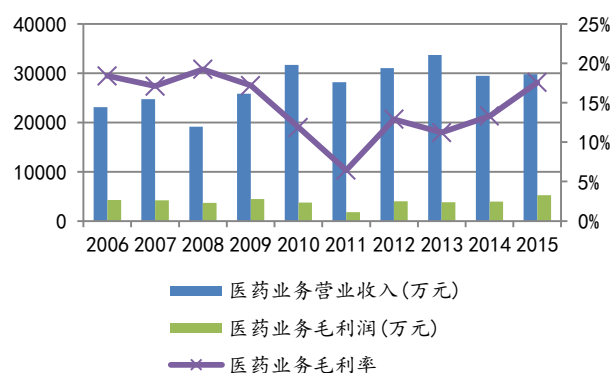
资料来源: WIND, 太平洋证券整理

图表 2: 天茂集团化工业务经营情况



资料来源: WIND, 太平洋证券整理

图表 3: 天茂集团医药业务经营情况

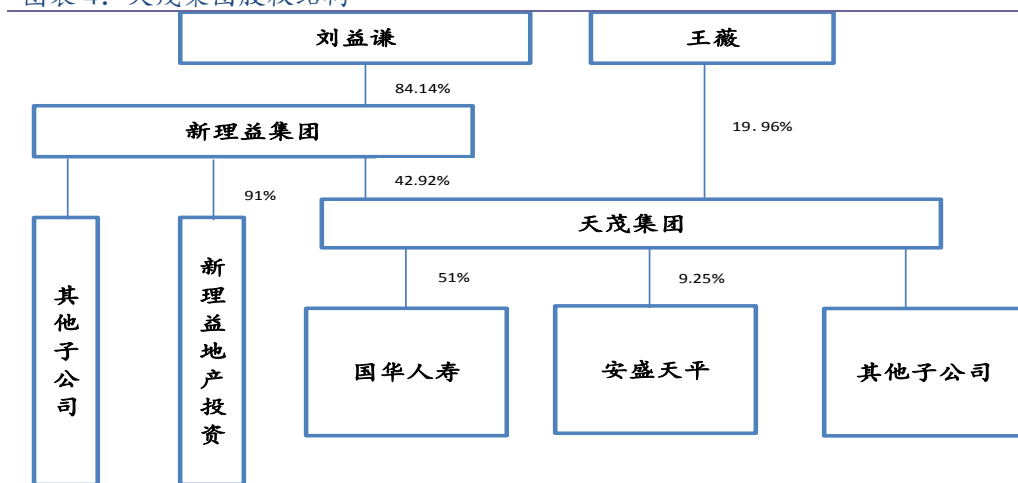


资料来源: WIND, 太平洋证券整理

二、大股东实力雄厚，资本运作经验丰富

天茂集团的第一大股东为新理益集团有限公司，实际控制人为刘益谦，刘老板是我国资本市场风云人物，具有丰富的资本运作经验。本次收购国华人寿完成后，新理益集团持有天茂集团股份由 24.23% 上升至 42.92%，刘益谦、王薇分别持有天茂集团 19.96% 和 13.04% 股份，新进成为第二、三大股东。

图表 4：天茂集团股权结构

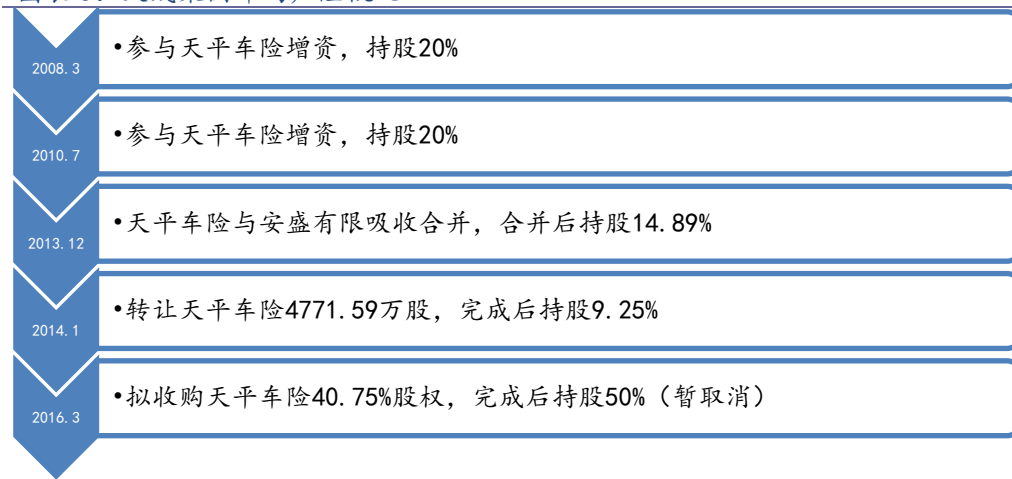


资料来源：WIND，太平洋证券整理

公司大股东新理益集团一直致力于在金融领域的投资布局，2015 年 4 月，新理益集团与长江证券第一大股东青岛海尔投资发展有限公司签订股份转让协议，拟以 100 亿对价转让获得长江证券 14.72% 股权，有意成为长江证券第一大股东。未来，天茂集团下属保险业务有望与新理益集团旗下金融板块共享优势资源，形成协同效应。同时，作为大型民营控股集团，新理益集团机制灵活，战略清晰，有能力也有必要打造金控平台。

天茂集团看好保险行业并参与保险布局由来已久。产险方面，早在 2004 年 12 月公司股东新理益集团便参与设立天平车险，持股 4180 万，占总股本的 19%。2007 年 12 月，新理益集团转让其持有的天平车险全部股份。次年天茂集团出资收购天平车险 20% 股权，后经历了增资、吸收合并、股权转让等一系列动作，最终持有天平车险 7828 万股，占总股本的 9.25%。2016 年 3 月，公司发布定增预案，拟非公开发行股票募集资金不超过 95 亿元收购安盛天平车险 40.75% 的股权，收购完成后将持有安盛天平 50% 股权，后由于公司与安盛保险股份有限公司就收购完成后双方应签署的新的《合资协议》以及新的《公司章程》相关条款短期难以完全达成一致，收购方案暂时取消。

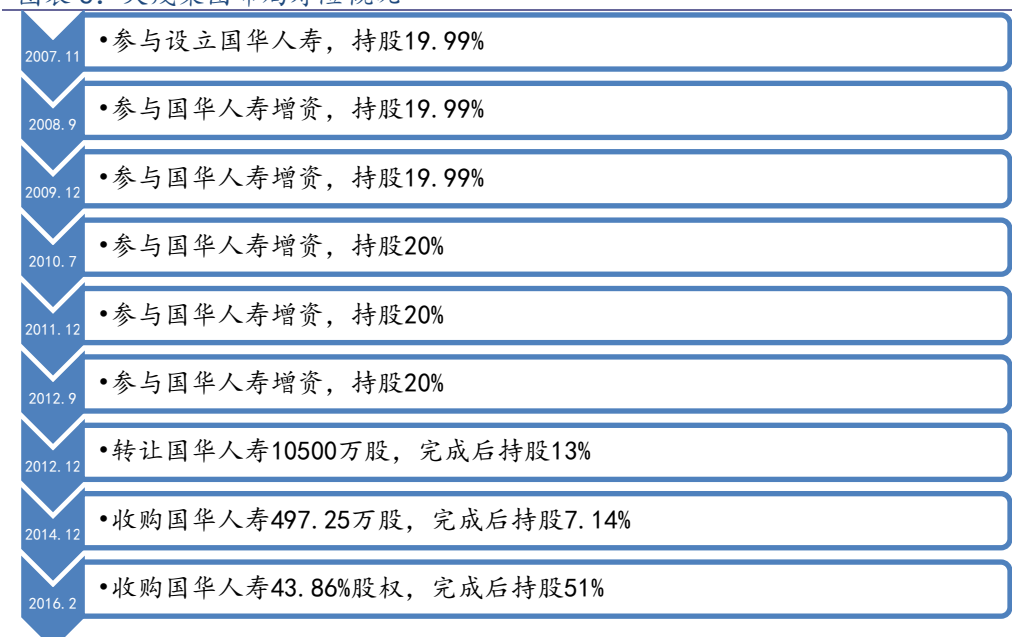
图表 5: 天茂集团布局产险概况



资料来源: WIND, 太平洋证券整理

寿险方面, 公司于 2007 年 11 月以自有资金出资 5997 万元参与设立国华人寿, 持有 19.99% 股权, 为第一大股东。从 2008 到 2012 年间, 公司共参与 5 次国华人寿增资, 持有国华人寿股权一直维持在 20%。2012 年 10 月, 公司出售国华人寿 10500 万股并放弃了之后的三次增资, 持股比例降至 6.96%。2016 年 3 月, 天茂集团通过非公开发行股票募集资金收购了国华人寿保险股份有限公司 43.86% 的股权, 收购完成后公司合计持有国华人寿 51% 的股份, 成功控股国华人寿, 主营业务变更为寿险业务。2016 年 7 月 20 日起, 公司所属行业变更为保险业, 成为市值最小的保险标的。

图表 6: 天茂集团布局寿险概况



资料来源: WIND, 太平洋证券整理

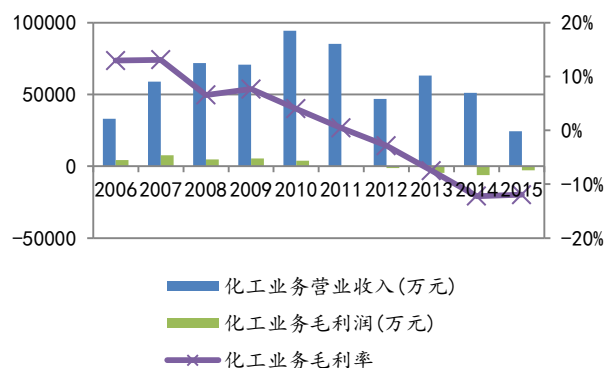
公司积极布局产寿险业务, 将寿险牌照纳入囊中, 顺利完成转型金融的战略目标, 公司主营业务拓展至保险、化工、医药三大领域, 基本面发生变化。为进一步理清公司业务线条, 公司将其与化工、医药业务相关的全部资产、债权债务及人员分别划转至全资子公司荆门天茂化工有限公司和湖北百科亨迪药业有限公司, 业务构架清晰明确。

三、化工业务受行业因素影响持续亏损, 新技术上线

自 2007 年公司二甲醚项目建成投产以来, 公司化工业务主要产品为聚丙烯和二甲醚, 近年来由于行业产能过剩以及国际石油价格下滑带来的影响, 公司主要化工产品价格持续下降, 加之劳动力成本的上升, 公司开工率较低, 化工板块业务压力巨大, 营业收入由 2010 年的 9.4 亿元降至 2015 年的 2.4 亿元, 毛利率自 2007 年开始便处于下降趋势, 由 2007 年的 13.1% 下降至 2015 年的 -11.96%。从 2012 年开始, 公司化工业务进入亏损状态, 2012 年到 2015 年分别亏损 1345.39 万元、4733.71 万元、6256.54 万元、2913.1 万元。

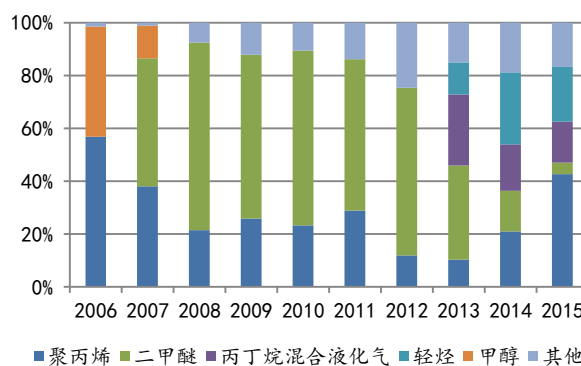
面对化工板块的亏损现状, 公司结合当前经济和行业环境, 调整思路积极应对。2015 年公司实施“多元碳氢原料制丙烯技改工程”, 旨在通过技术的革新提高丙烯收率, 降低成本, 但由于国际石油大幅下跌带来丙烯价格创新低, 该装置开工不足。目前来看, 聚丙烯产业持续不景气, 预计业绩压力仍在。但就目前的天茂集团而言, 化工业务面临两个方面的机遇, 一方面是业务转型发展思路, 有更强的资本支持; 另一个方面, 随着保险主业的树立, 化工业务整体可以根据需要灵活地进行资产处置。

图表 7: 天茂集团化工业务收入和毛利



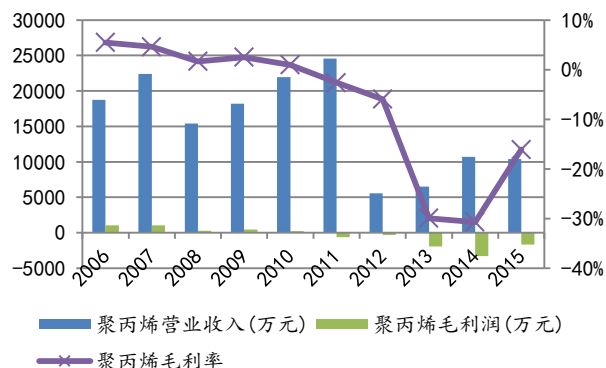
资料来源: WIND, 太平洋证券整理

图表 8: 天茂集团化工业务收入结构



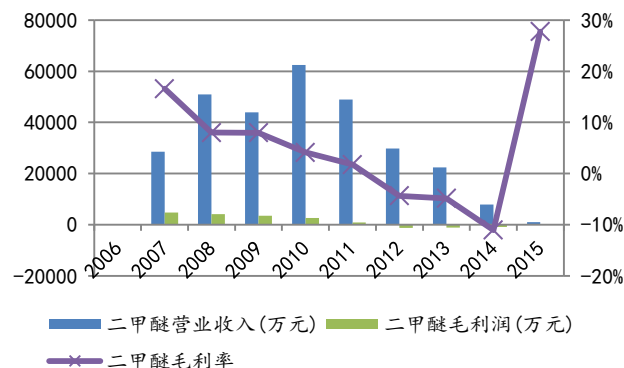
资料来源: WIND, 太平洋证券整理

图表 9: 聚丙烯收入和毛利



资料来源: WIND, 太平洋证券整理

图表 10: 二甲醚收入和毛利

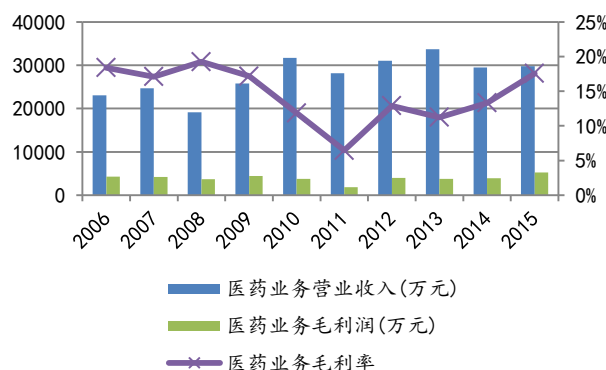


资料来源: WIND, 太平洋证券整理

四、医药业务利润平稳, 特色原料药创造利润增长点

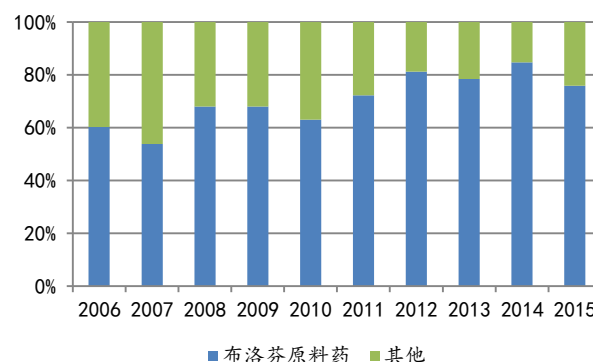
公司医药业务以生产布洛芬原料药为主, 一直保持平稳经营态势。2015 年, 公司医药业务实现营业收入 2.97 亿元, 处于近年来平均水平; 实现营业利润 5226.64 万元, 同比增长 33.28%; 毛利率上升至 17.57%, 较 2014 年提高 4.27 个百分点。

图表 11: 天茂集团医药业务收入和毛利



资料来源: WIND, 太平洋证券整理

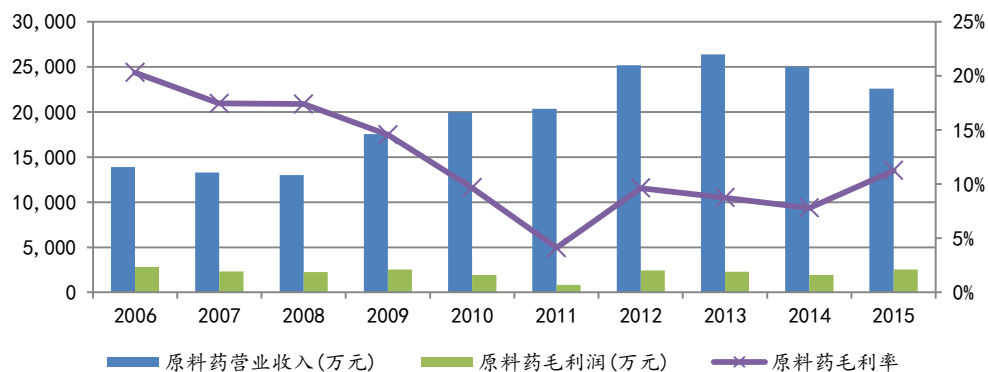
图表 12: 天茂集团医药业务收入结构



资料来源: WIND, 太平洋证券整理

公司主营布洛芬原料药产品产能已达到 4500 吨/年, 并已通过美国 FDA 认证, 欧洲 CEP 认证, 欧洲 GMP 认证等全部国际顶级认证, 具备一定的行业地位和竞争优势。近十年来, 布洛芬产品的生产规模不断扩大, 营业收入由 2006 年的 1.39 亿元上升至 2015 年的 2.26 亿元, 年化增速 5.5%, 但毛利率较 2010 年之前水平有所下降, 综合来看, 布洛芬产品利润趋于稳定。

图表 13: 布洛芬原料药收入和毛利



资料来源: WIND, 太平洋证券整理

注: 布洛芬是世界卫生组织、美国 FDA 唯一共同推荐的儿童退烧药, 是公认的儿童首选抗炎药。布洛芬具有抗炎、镇痛、解热作用。治疗风湿和类风湿关节炎的疗效稍逊于乙酰水杨酸和保泰松。适用于治疗风湿性关节炎、类风湿性关节炎、骨关节炎、强直性脊柱炎和神经炎等。

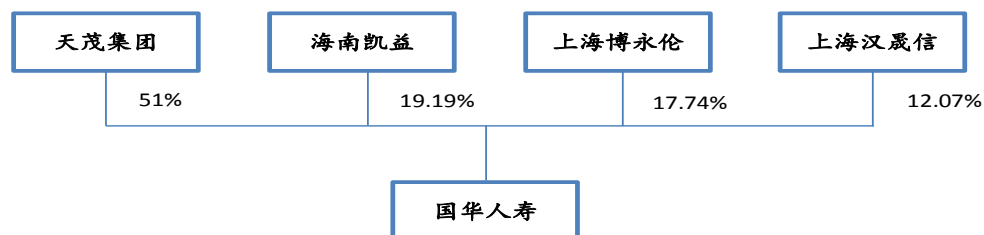
公司医药业务的利润增长来源于特色原料药的生产与销售。2015 年, 公司所有医药车间通过新版 GMP 现场检查并高标准完成了特色原料药的生产车间建设, 公司特色原料药领域凭借多年不懈的研发和严格规范的运营取得了快速的发展, 以阿比特龙、米力农、格拉司琼为主的特色原料药销售增长迅速, 氟法拉滨、伊马替尼、右美托咪啶等项目研发也取得积极进展, 特色原料药的快速发展为公司医药板块创造了新的利润增长点。

五、国华人寿: 处于快速发展阶段, 走“成长+优化”特色之路

(一) 选择“资产驱动负债”模式, 主打万能险快速超车

国华人寿成立于 2007 年 11 月, 由天茂集团等 6 家企业共同发起设立, 是一家以经营人身险业务为主的中小型保险公司。国华人寿发展过程中, 在经营方面不断尝试创新, 力求走出一条符合自身特点的特色化经营之路。2012 年来, 国华人寿精准把握经济和市场趋势, 结合自身营销与投资优势, 选择“资产驱动负债”发展模式, 凭借万能险、分红险等投资型险种的销售迅速扩大规模, 寻求利润增长, 实现弯道超车。

图表 14: 国华人寿股权结构

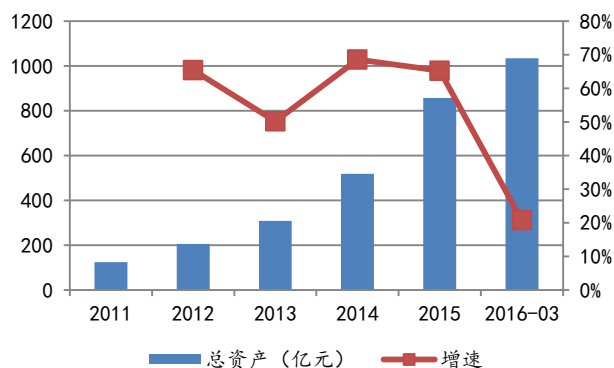


资料来源: WIND, 太平洋证券整理

中国寿险市场发展时间不长, 市场经营主体还相对较少, 大型寿险公司凭借其积累的客户、渠道的多方面的绝对优势占据了大部分的市场份额, 市场集中度较高, 2015 年保费规模前十寿险公司市场份额为 77.33%。同时, 寿险行业产品具有一定的同质性, 差异化经营取得突破有一定难度。在这样的市场环境下, 近年来中小寿险公司普遍选择了“资产驱动负债”的经营模式, 即以投资型保险作为主打产品快速扩大规模, 基于寿险经营长期性的特点, 利用保险资金获取投资收益, 进而驱动保费端产品的销售。这种模式一方面可以使公司直接获取利润, 另一方面也能够快速扩大公司的市场份额, 积累优质客户群体, 提高公司的行业地位。

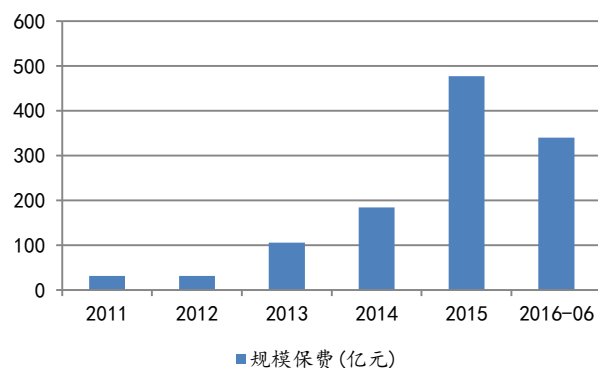
基于公司经营路线的合理选择, 国华人寿的业务取得了长足的发展。公司总资产规模由 2011 年的 124 亿元大幅提升至 2016 年一季度的 1034.6 亿元, 总资产增长 7.3 倍。2015 年, 公司实现规模保费 477.21 亿元, 是 2011 年的 15.2 倍, 市场份额由 2011 年 0.3% 的上升到 2016 年 6 月的 1.5%, 排名由第 21 名上升到第 16 名。同时, 公司于 2014 年开始进入盈利阶段, 符合寿险公司的经营周期特征, 2014 年和 2015 年分别实现净利润 14.28 亿元和 16.5 亿元。

图表 15: 国华人寿总资产



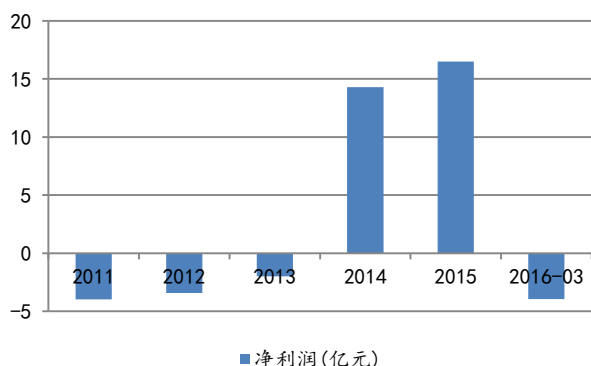
资料来源: WIND, 太平洋证券整理

图表 16: 国华人寿规模保费



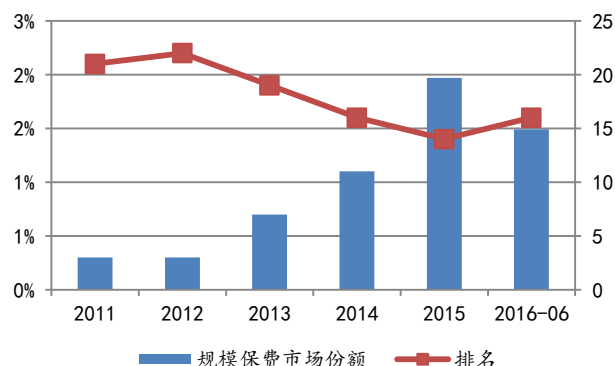
资料来源: WIND, 太平洋证券整理

图表 17: 国华人寿净利润



资料来源: WIND, 太平洋证券整理

图表 18: 国华人寿市场份额



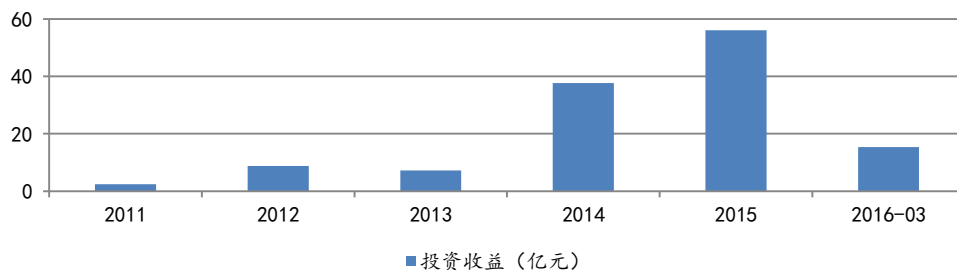
资料来源: WIND, 太平洋证券整理

(二) 投资能力具有优势，连续三年高于行业平均收益率

寿险产品的利润主要来源于“三差”，即死差、利差和费差，而就目前大部分寿险公司的经营来看，利差又是三差中最重要的利润来源，因此投资能力的强弱直接影响着寿险公司的盈利能力。而对于以销售万能险等投资型产品为主的公司来说，投资端的收益必须要足以覆盖承保端的高成本，同时又要符合寿险公司资产负债期限匹配的要求，对投资能力的要求更高更严。近年来，随着金融改革的持续深化，保险行业投资端利好政策频发，不断放宽保险资金投资渠道，促进保险资金运用市场化，改善了前些年保险资金运用收益率较低的状态。2015 年，保险行业资金运用余额 111975.49 亿元，资金运用平均收益率 7.56%，达到历史最好水平。

国华人寿适时把握政策和行业发展趋势，凭借其专业的投资能力和对资本市场的准确研判，投资端取得了巨大的成功，2014 年和 2015 年分别实现投资收益 37.67 亿元和 56.07 亿元。近三年，国华人寿保险资金运用收益率均高于保险行业资金运用平均收益率，投资能力具有优势。投资结构方面，国华人寿多次以参与非公开发行，二级市场增持等方式参与股票市场投资，举牌天海投资、鸿达兴业、东湖高新、天宸股份等多个上市公司，权益类投资收益颇丰。

图表 19：国华人寿投资收益



资料来源：WIND，太平洋证券整理

图表 20：2015 年以来保险资金运用政策

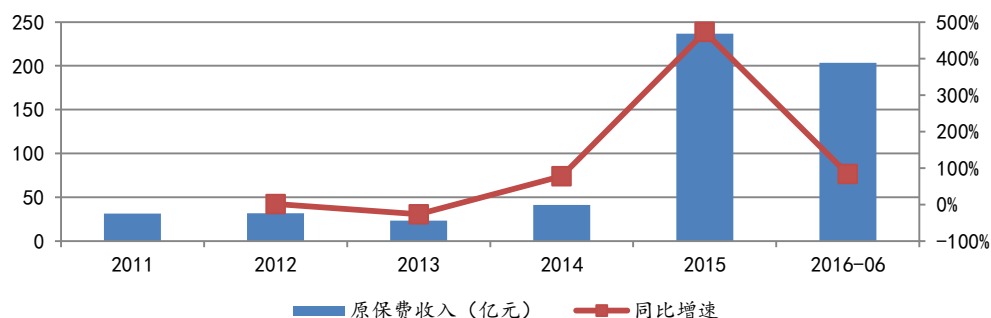
日期	名称	主要内容
2015 年 3 月 31 日	关于调整保险资金境外投资有关政策的通知	保险资产管理机构受托集团内保险资金的境外投资范围由香港市场扩展至 45 个国家和地区；固定收益类产品应具备的信用评级由 BBB 级以上调整为 BBB- 以上；增加对香港创业板股票投资。
2015 年 7 月 8 日	关于提高保险资金投资蓝筹股票监管比例有关事项的通知	上季度末偿付能力充足率不低于 120%、投资蓝筹股票的余额不低于股票投资余额的 60% 的保险公司，投资单一蓝筹股票的余额占上季度末总资产的监管比例上限由 5% 调整为 10%；投资权益类资产的余额占上季度末总资产比例达到 30% 的，可进一步增持蓝筹股票，增持后权益类资产余额不高于上季度末总资产的 40%。
2015 年 9 月 11 日	关于设立保险私募基金有关事项的通知	支持保险资金设立私募基金，范围包括成长基金、并购基金、新兴战略产业基金、夹层基金、不动产基金、创业投资基金和以上述基金为主要投资对象的母基金。
2015 年 10 月 8 日	关于保险业支持重大工程建设有关事项的指导意见	鼓励保险机构通债券、债券投资计划、股权投资计划、资产支持计划、各类投资基金等方式投资重大工程建设项目。
2016 年 3 月 9 日	关于修改〈保险资金运用管理暂行办法〉的决定（征求意见稿）	保险资金可以投资资产证券化产品，可投资创业投资基金等私募基金，还可投资设立不动产、基础设施、养老等专业保险资产管理机构。
2016 年 7 月 3 日	保险资金间接投资基础设施项目管理办法	取消了相关当事人业务资格审批等许可事项；取消了交通、通讯、能源、市政、环境保护等国家重点基础设施项目的行业范围，明确了通过投资计划形式参与 PPP 模式的要求，取消了债权和股权投资的基础设施项目资本金比例和自筹资金比例限制等。

资料来源：WIND，太平洋证券整理

（三）原保费收入快速增长，抓住时机适时转型

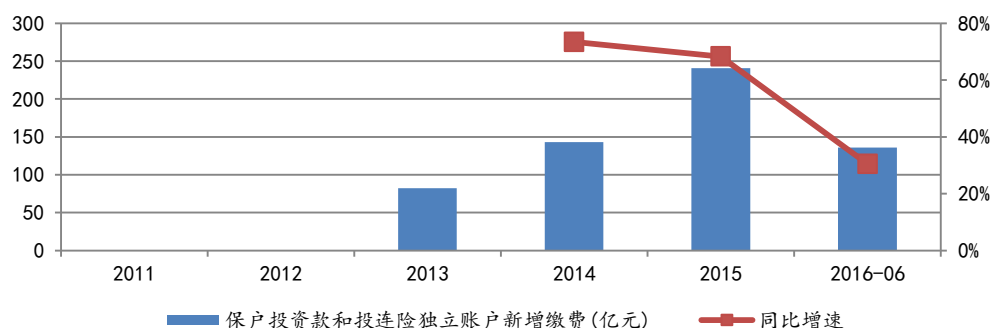
公司将“成长+优化”作为未来阶段发展的主基调，在主打万能险等投资型保险的同时也重视传统保障型产品的发展，不断优化业务结构，提升保障功能。2014 年来，公司原保费收入大幅增长；2015 年实现原保费收入 236.67 亿元，同比增长 472.73%，原保费收入和保护投资款及投连险独立账户新增缴费几乎相等；2016 年上半年，原保费收入反超保护投资款及投连险独立账户新增缴费，两者之比达到 150%。

图表 21: 国华人寿原保费收入



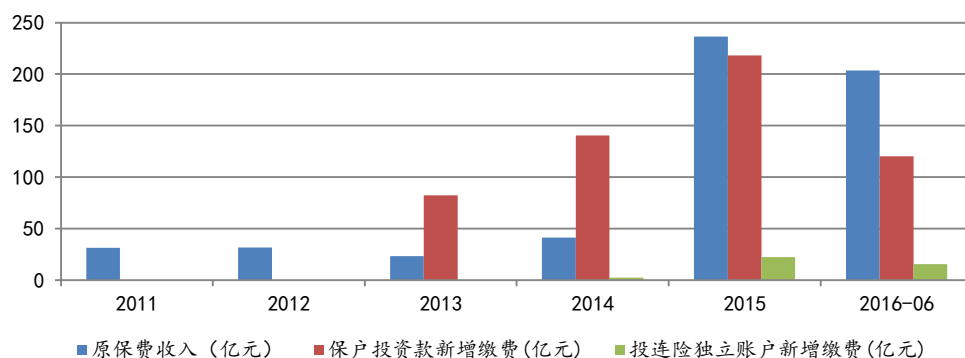
资料来源: WIND, 太平洋证券整理

图表 22: 国华人寿保费投资款及投连险独立账户新增缴费



资料来源: WIND, 太平洋证券整理

图表 23: 国华人寿保费结构



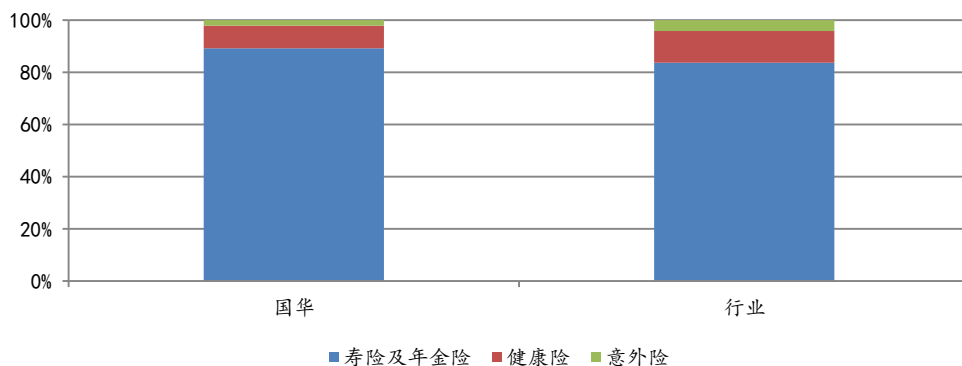
资料来源: WIND, 太平洋证券整理

原保费收入的大幅增长反映的是公司产品结构的调整, 之前以万能险为主导的产品结构逐步转变为年金险和万能险均衡发展, 传统保障型保险和投资型保险并驾齐驱。这种产品结构的转型对公司未来的发展有着极大的积极作用, 一方面, 单纯销售投资型保险的经营模式过分依赖于投

资收益的支持, 经营波动较大; 另一方面, 投资型保险与市场上其他理财产品之间具有一定的同质性和替代性, 缺少持续增长的内生动力。因此, 公司在前期以投资型保险的销售做大规模, 积累客户之后, 选择转型发展, 符合监管层提出的“保险姓保”的指导思想和保险行业的发展趋势, 是公司未来价值和利润水平提升的必由之路。

值得注意的是, 未来随着人们生活水平的提高, 生活方式的转变和保险意识的增强, 保障型保险需求的增加是必然趋势, 公司目前健康险和意外险等典型保障型产品的占比依旧较小, 2014年, 公司健康险和意外险占比约为 10%, 低于行业平均水平, 未来产品结构的继续改善和盈利能力的提高空间巨大。

图表 24: 国华人寿险种结构

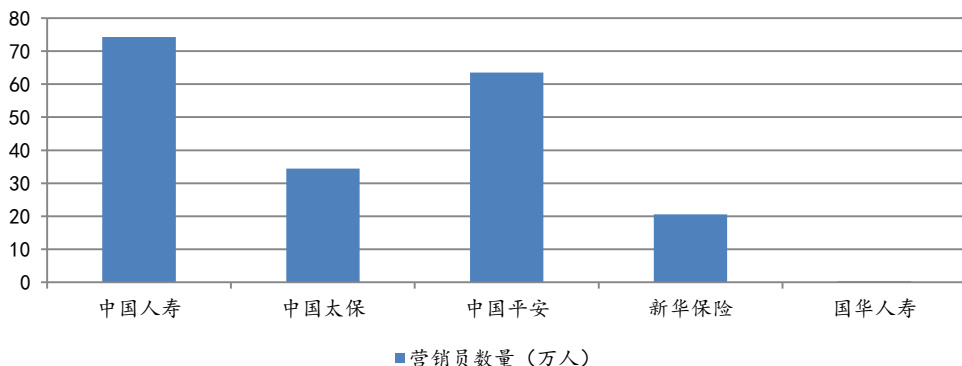


资料来源: WIND, 太平洋证券整理

(四) 银保渠道为主要渠道, 互联网渠道行业领先

保险销售渠道方面, 截至 2014 年 12 月 31 日, 国华人寿已拥有了 18 家省级分公司、77 家中心支公司、52 家支公司及营销服务部、3500 余名保险营销员、6600 余家合作银行保险网点和约 800 名银保客户经理。

图表 25: 上市险企保险营销员情况



资料来源: WIND, 太平洋证券整理

可以看出，相对于大型寿险公司，国华人寿在个人代理渠道劣势明显，3500 余名保险营销员和大型寿险公司十几万乃至几十万的人员配置相比并不在一个量级。公司核心销售渠道为银保渠道，公司的现有资源和产品结构决定了以银保渠道为主的渠道策略。公司拥有完善的银保合作体系，与多家全国性银行和区域性银行紧密合作，其中最主要的是工、农、中、建、邮五大渠道，其业务量占到机构业务量的 85%以上。与此同时，公司还在积极拓展与其他股份制商业银行的合作渠道，如上海银行、招商银行、华夏银行、东亚银行、民生银行等，力争形成多渠道合作局面。

除传统销售渠道之外，国华人寿抓住近年来互联网保险的发展机遇，在互联网渠道的拓展方面取得了优异的成绩。公司在发展互联网渠道方面起步较早，早在 2011 年保监会颁布电商渠道相关法规后，公司便迅速设立电子商务部筹备电商渠道，2012 年 10 月正式开展业务。较早的布局和对互联网渠道的重视给公司互联网渠道发展带来优势。

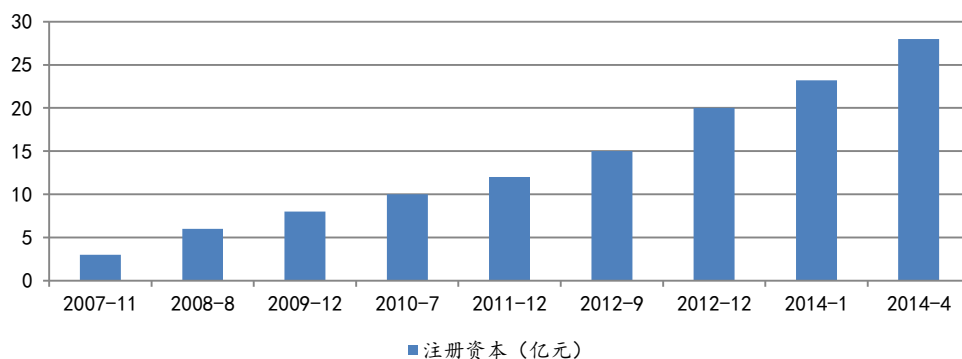
- 2012 年 12 月，国华人寿初次在淘宝销售的聚划算产品累计完成承保保费 1.16 亿元，创造了淘宝历史上首个“单团破亿”的销售记录
- 2013 年“双 11”，天猫旗舰店当天成交 5.26 亿，开创了 9 分 34 秒过亿的销售神话
- 2013 年，国华人寿总裁付永进当选“2013 年互联网金融年度人物”
- 2013 年，国华人寿获《华夏时报》“金蝉奖——2013 年互联网保险产品最具创新奖”
- 2014 年国华人寿联手阿里数娱推出“娱乐宝”，近 10 万人购买，创造了互联网金融的全新模式。

互联网保险是保险行业未来发展的趋势，在产品、渠道、服务等方面都将颠覆传统的经营模式，互联网保险创新未来大有可为，国华人寿在互联网保险发展方面行业领先，未来因此带来的益处必将放大和突显。

(五) 多次增资保证偿付能力，登陆资本市场大势所趋

保险公司作为重要的金融机构，充足的资本金是其业务发展的基本保障。一般来说，寿险公司从设立到盈利要经过 7-8 年时间，在这段过程中，随着保险业务规模的扩大，为保证充足的偿付能力，满足保监会的监管要求，在发展 3-4 年后就有必要对其进行增资。国华人寿自从 2007 年设立以来，先后共经过 8 次增资，注册资本从初始的 3 亿元提高到目前的 28 亿元，公司偿付能力得到补充，业务发展有条不紊。

图表 26: 国华人寿增资情况



资料来源: WIND, 太平洋证券整理

近年来, 随着“新国十条”的落地, 保险行业进入了高速发展阶段, 各项业务都迎来大的发展机遇。同时, 2016 年 1 季度, “偿二代”监管体系正式开始实施, 以风险为导向的偿二代体系对“资产驱动负债”型保险公司的偿付能力有了更高的要求。因此, 在当前行业发展趋势和监管环境下, 扩充资本补充渠道, 进一步增强资本实力迫在眉睫。

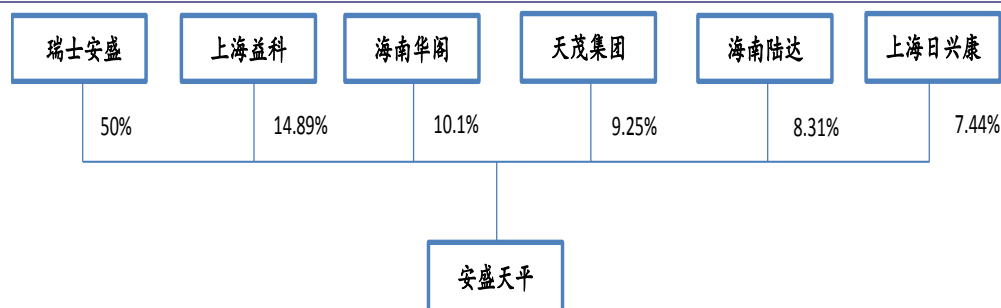
此次天茂集团收购国华人寿, 国华人寿曲线登陆资本市场, 有助于增加资本补充渠道, 为业务发展和战略的实现提供充足的资本支持。7 月 6 日, 天茂集团公告, 拟非公开发行股票募集资金总额不超过 48.45 亿元, 扣除发行费用后用于对国华人寿进行增资。近期频繁的投融资运作足以看出天茂集团通过国华人寿着重发展保险业务的意图。

六、安盛天平: 安盛集团战略入股, 车险业务优势明显

(一) 市场份额位列外资险企第一, 电网销渠道贡献突出

安盛天平财产保险股份有限公司成立于 2004 年 12 月, 前身为天平车险, 由新理益集团、上海益科、海南陆达、海南中皓和海南浦海等 7 家公司发起设立, 初始注册资本 2.2 亿元。随着公司业务的发展, 天平车险先后经过 4 次增资, 于 2010 年 7 月增资至 6.3 亿元。2013 年 12 月, 天平车险与安盛有限吸收合并, 注册资本增至 8.46 亿元。

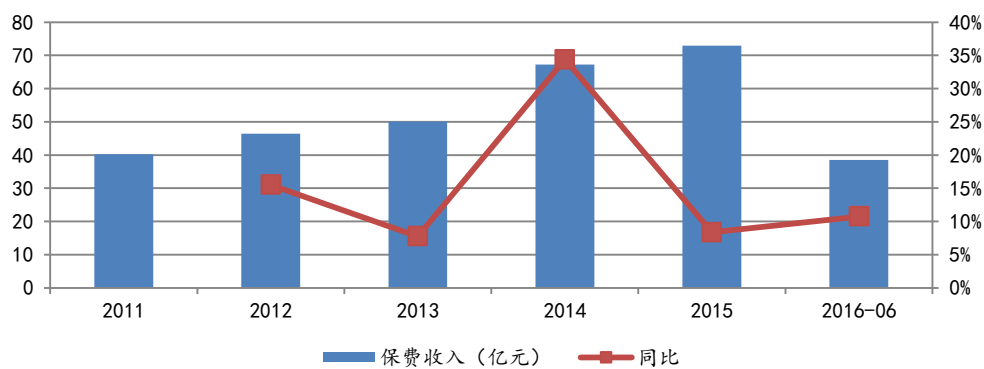
图表 27: 安盛天平股权结构



资料来源: WIND, 太平洋证券整理

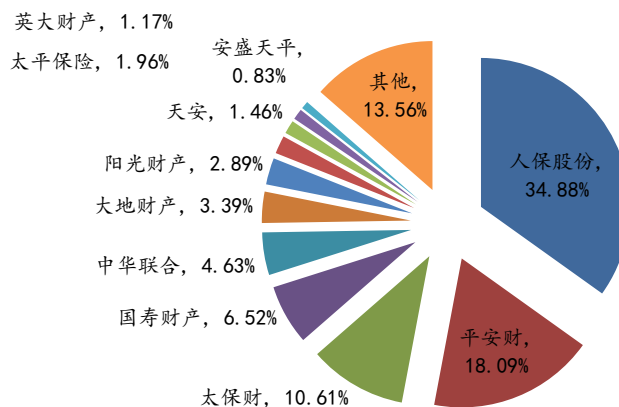
自公司成立以来, 安盛天平原保费收入快速稳步增长, 市场份额不断扩大。2014 年吸收合并之后, 公司实现原保费收入 67.27 亿元, 同比大幅增长 34.38%, 远高于行业平均增速; 2016 年上半年, 公司实现原保费收入 38.52 亿元, 同比增长 10.75%, 也超过行业 8.51% 的增速水平, 市场份额呈扩大趋势。众所周知, 中国财产险市场集中度较高, 2016 年上半年, 前十大产险公司共占有 85.6% 的市场份额, 安盛天平市场份额达到 0.83%, 位列全行业第 14 位, 外资保险公司第一位。

图表 28: 安盛天平原保费收入及增长率



资料来源: WIND, 太平洋证券整理

图表 29: 安盛天平市场份额

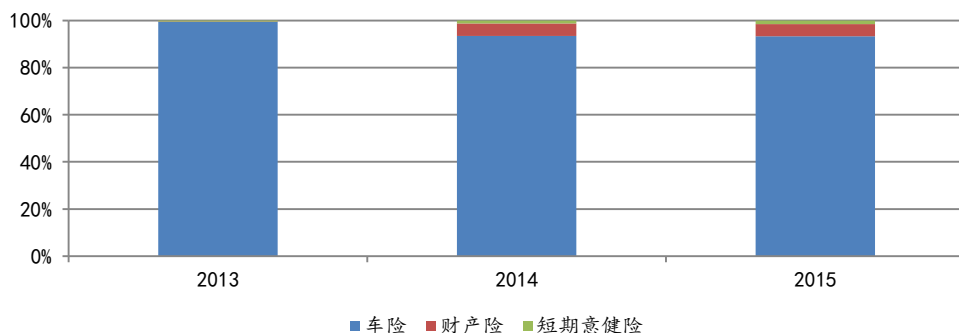


资料来源: WIND, 太平洋证券整理

安盛天平主营业务为车险、保证险、工程险、货运险、家财险、企财险、责任险、短期意外险和健康险等险种, 其中车险业务收入占比达到 90% 以上, 为公司最大的业务板块。2013 年合并之前, 天平车险定位为专业的车险公司, 其车险业务占比达到 99% 以上, 另外还经营极少量的责任险和意外险业务, 2014 年合并后, 公司业务品种逐渐逐渐丰富, 各财险险主要险种均有涉及,

但车险仍是公司最核心业务及核心竞争力所在。

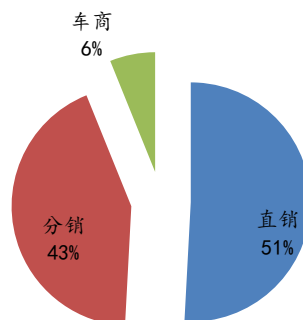
图表 30: 安盛天平险种结构



资料来源: WIND, 太平洋证券整理

公司渠道结构合理, 电网销渠道贡献突出, 具有一定优势。安盛天平的主要销售渠道为直销、分销和车商三大类, 其中直销和分销为主要渠道, 2015 年占比分别达到 50%和 43%。公司直销渠道主要指的是电网销等新型渠道, 即通过电话、官网、第三方平台、移动端等手段向客户销售保险产品, 分销渠道指的是代理渠道, 即通过保险代理公司销售财产保险产品。我们知道, 车险产品凭借其自身标准化程度较高的特点, 非常适合电话和网络销售, 新渠道销售是未来车险渠道发展的重要方向。公司极为重视电销渠道的投入和发展, 自 2006 年设立直销渠道以来, 安盛天平已拥有成熟的电话销售平台, 3 个电销中心, 电销坐席 3400 余位, 内部通过定期的专业培训加强销售坐席人员的专业性, 提高客户服务体验。

图表 31: 2015 年安盛天平渠道结构



资料来源: WIND, 太平洋证券整理

(二) 吸收合并安盛股份, 公司经营走出低谷

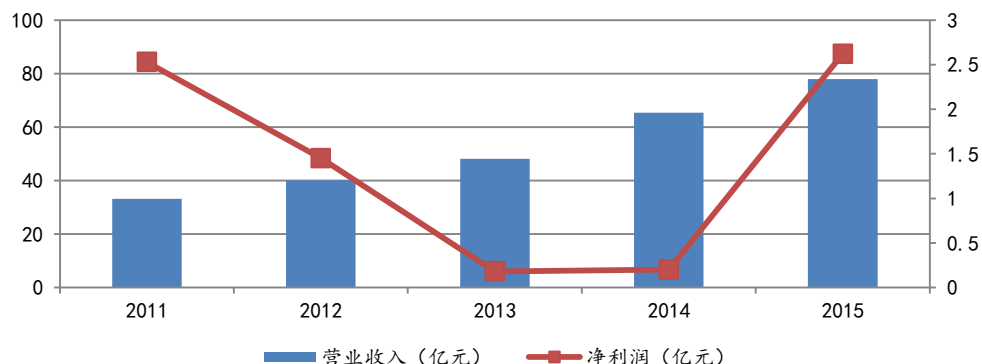
● 法国安盛集团简介:

法国安盛集团是世界首屈一指的大型保险集团, 成立于 1816 年, 至今已有 200 年历史, 主要业务包括人寿保险与储蓄、财产与意外保险、国际保险、资产管理、银行业务等, 在个人保险领域可以提供覆盖客户全生命周期的车险、健康险、旅行及意外、个人信用、救援等在内的保障及服务。根据《财富》杂志 2014 年世界 500 强企业排名, 按照营业收入计算, 法国安盛集团在全球保险行业排名第二, 在国际保险业地位举足轻重。截止 2015 年底, 安盛集团业务覆盖全球 59 个国家和地区, 拥有员工总数 16 万, 客户总数 1.03 亿, 管理资产总规模 12770 亿欧元。

2013 年天平车险吸收合并安盛股份之后, 安盛天平大股东变为安盛瑞士, 持股 50%。安盛瑞士为法国安盛集团全资子公司。安盛集团在保险和资产管理领域深耕近 200 年, 其在业务、经营、渠道、客户等方面具有的专业性和资源优势不言而喻。未来, 强大的股东资源必将给安盛天平的经营提供全方位支持, 进一步提升公司在产品开发、定价、销售等方面的竞争力。

公司经营方面, 虽然公司保费收入逐年增加, 但在 2011 年至 2013 年业绩呈下滑趋势, 净利润由 2011 年的 2.53 亿元下滑至 2013 年的 0.18 亿元。公司 2013 和 2014 年度业绩处于谷底, 净利润分别只有 0.18 亿元和 0.2 亿元, 2014 年公司完成吸收合并之后, 逐渐控制住了近年来赔付支出和业务管理费的快速增长势头, 经营重新开始走上正轨, 2015 年实现净利润 2.62 亿元, 同比增长 1200%。

图表 32: 安盛天平营业收入和净利润



资料来源: WIND, 太平洋证券整理

(三) 主攻车险市场, 费率市场化改革开启差异化经营机遇

近年来我国车险市场最大的机遇和挑战莫过于车险条款费率市场化改革, 随着 2016 年 5 月第

三批试点的开展，商业车险费改试点已经覆盖全国 36 个城市，预计未来全面推广也为期不远。

车险费改给保险公司的经营水平提出了更高的要求，考验保险公司的精算定价能力和经营管理能力，促进分化和创新。保费公司必须依靠良好数据收集和分析能力、风险筛选能力、定价能力、经营管理能力去设计条款和合理的差异化定价，一方面吸引更多优质客户，另一方面在费率水平下降的情况下提高利润水平。

安盛天平作为专业的车险公司，应对市场化改革有一定优势：

● 产品创新优势

公司拥有行业内较为独特的车险产品体系和丰富的车险开发经验，能够为客户提供既具备较高的灵活性又具备较强的保障功能的各类车险产品，充分满足客户需求，受到客户的广泛认可。

● 客户和数据资源优势

公司重视电网销渠道发展，累积直销车险客户已达 220 万。通过电话、网络、移动等方式广泛获取客户真实数据，建立专业的分析团队，通过挖掘多维度数据和分析客户用户特征，准确预测潜在需求，实现精准的场景营销。

● 定价优势

公司凭借经验丰富的定价团队、客户数据的深度分析，运用国际领先的定价模型客观评估不同保险产品的实际风险并预测其未来发展趋势，做到高效识别、合理量化各种风险因素，实现定价的精准化和精细化。同时，通过成熟精准的定价技术，安盛天平对客户进行全面的风险识别和评估，使其定价时估计的保险事故发生率与实际发生概率偏差较小，从而实现对不同客户费率定价的差异化。

(四) 产寿平台协同性强，聚焦资源共享

2016 年 3 月，公司发布定增预案，拟非公开发行股票募集资金不超过 95 亿元收购安盛天平车险 40.75% 的股权，收购完成后将持有安盛天平 50% 股权，后由于公司与安盛保险股份有限公司就收购完成后双方应签署的新的《合资协议》以及新的《公司章程》相关条款短期难以完全达成一致，收购方案暂时取消。

虽然本次收购方案已经取消，但公司布局产寿险平台的意图已经非常明显，后续收购计划可期。产寿险平台协同性极强，能够充分共享客户、数据、渠道等各方面资源，好看公司未来保险业务的发展前景。中国平安作为典型的产寿险综合金融平台，具有较强的参考性。2015 年，平安产险 61 万客户迁徙至平安寿险，平安寿险 235 万客户迁徙至平安产险，平安产险交叉销售和电话及网络销售渠道保费收入 754.65 亿元，占比达到 46%。

图表 33: 中国平安客户迁徙表 (万人)

迁徙起点	迁徙终点				
	平安寿险	平安产险	零售银行业务	信用卡业务	其他业务
平安寿险		235	139	111	110
平安产险	60		62	65	36
零售银行业务	50	103		56	53
信用卡业务	19	47	51		11
其他业务	5	9	6	5	
合计	135	394	258	237	211

资料来源: WIND, 太平洋证券整理

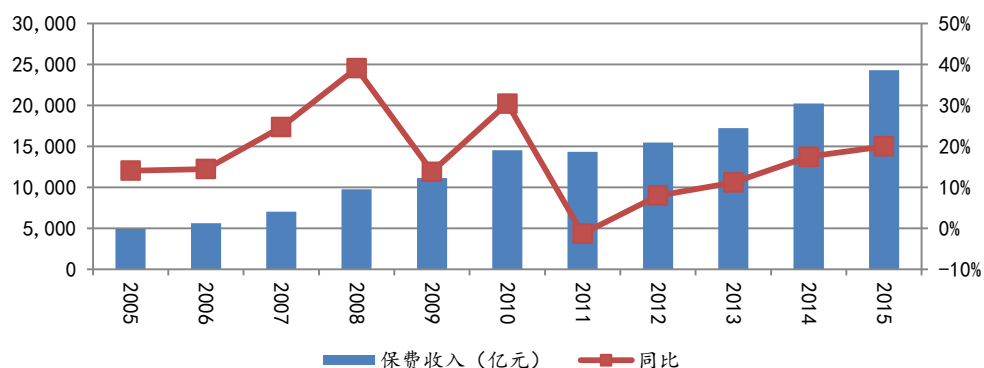
七、投资逻辑梳理:

1、行业形势依然向好, 未来发展空间大

我国保险行业发展时间较短, 仍处于初级阶段, 发展程度与世界发达国家甚至是世界平均水平有一定差距, 而据瑞再报告显示, 2014 年, 我国保险密度 1479 元, 保险深度 3.18%, 而世界主要国家平均保险密度为 662 美元, 保险深度为 6.2%, 美国的保险密度为 4016 美元, 保险深度 7.3%, 可以看出保险行业未来广阔的发展空间已经确定, 是典型的朝阳产业。

我国保险行业正处黄金发展期。过去十年, 我国保险行业发展迅速, 保费收入从 2005 年的 4927.34 亿元迅速增长到 2015 年的 24282.52 亿元, 年化增速高达 17.3%。2014 年“新国十条”提出“要使现代保险服务业成为健全金融体系的支柱力量、改善民生保障的有力支撑、创新社会管理的高效机制、促进经济提质增效升级的高效引擎和转变政府职能的重要抓手”, 表明国家大力推动现代保险业发展的方针已经确立。随后, 人身险费率市场化、税优健康险、扩大保险资金投资范围等一系列支持政策纷至沓来, 给保险行业不断注入新的动能, 为未来行业的高速增长提供了有力的保障。

图表 34: 2005-2015 年我国保险行业保费收入情况



资料来源: WIND, 太平洋证券整理

2、保险业务做大做强, 财险资产注入可能性大

虽然财险资产注入中断, 但考虑到大股东对标的的影响力, 以及现有寿险业务与产险业务的协同性、综合金融服务能力的需求, 再续前缘的可能性比较大。

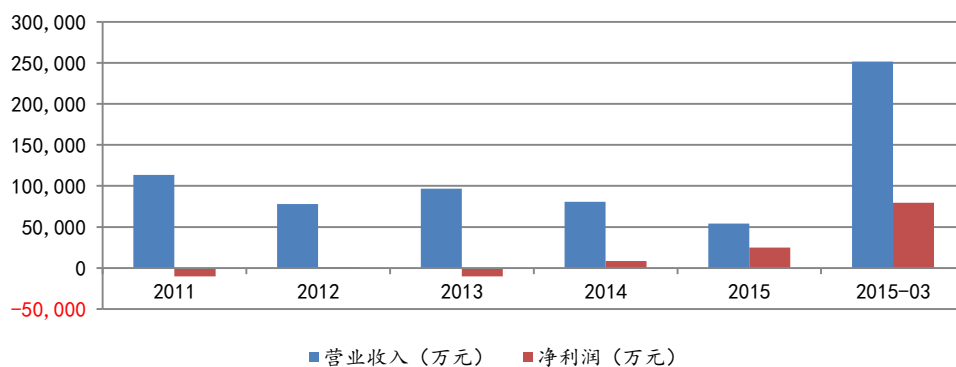
3、大股东布局金融平台, 金融协同效应有待释放

近两年, 大股东在保险、证券上市公司的布局已经落地, 在这个金融日趋综合化经营的大背景下, 打造金控平台的必要性是充分的, 通过目前的落地情况来看, 大股东打造金控平台的能力也是没有问题的, 随着金控平台的成型, 不论天茂集团是不是就是这个金控平台本身, 其核心业务——保险业务都将因此而受益, 一方面是产品销售端的渠道协同, 客户协同, 另一方面是投资端的信息协同。

4、上半年业绩大幅增长, 边际改善为估值提供支撑

公司预告二季度净利润 8.2 亿——8.4 亿, 与去年的数据不具有可比性, 主要受 2016 年 3 月 16 日以来合并报表影响。国华人寿单方面来看, 从 2016 年 3 月 16 日至 2016 年 6 月 30 日期间国华人寿实现净利润约 7.4 亿元, 虽然一季度净利润为-3.94 亿元, 但环比大幅改善。这种反转式的改善为短期估值提供一定的安全边际, 同时也是短期行情的一个催化剂。

图表 35: 天茂集团营业收入与净利润



资料来源: WIND, 太平洋证券整理

八、估值与投资建议:

预计公司未来三年的 EPS 分别为: 0.40、0.55、0.65 元/股。基于公司行业性机遇以及自身经营特点, 我们看好公司未来发展前景, 给予“买入”评级, 目标价: 10.24 元/股,

对应 PE 分别为：22 倍、16 倍、14 倍。

九、风险提示：

利率下行，保险责任准备金计提的不确定性风险；监管趋严的政策性风险；投资收益的波动性风险。

天茂集团估值表 (20160804):

资产负债表(百万)						利润表(百万)					
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E		2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
货币资金	59	62	5,497	7,545	10,099	营业收入	806	541	50,969	63,073	74,316
交易性金融资产	0	0	0	0	0	传统业务营收	806	541	595	655	720
可供出售金融资产	717	419	60,605	85,791	113,542	已赚保费收入	0	0	46,124	54,145	64,503
持有至到期投资	0	0	7,506	10,625	14,062	投资收益	313	544	4,222	7,762	8,345
买入返售金融资产	0	0	8,641	12,232	16,188	利息净收入	0	0	0	0	0
应收分保准备金	0	0	73	103	136	汇兑收益	0	0	1	1	1
应收保费	0	0	190	269	356	其他业务收入	0	0	411	440	653
应收利息	0	0	1,825	2,584	3,419	营业总成本	4	0	97	97	120
保户质押贷款	0	0	391	553	732	传统业务营业成本	830	518	536	589	504
存出保证金	0	0	961	1,361	1,801	提取保险合同准备金净额	0	0	34,647	40,667	45,533
定期存款	0	0	16,015	22,670	30,004	赔付支出净额	0	0	2,877	4,681	6,700
独立账户资产	0	0	2,950	4,425	5,753	退保金	0	0	3,880	4,555	5,425
长期股权投资	0	742	0	0	0	手续费及佣金支出	0	0	1,594	1,975	2,328
固定资产	453	323	485	686	908	其他业务成本	0	0	3,001	3,804	5,862
无形资产	504	490	100	141	187	营业利润	101	332	2,809	4,221	4,918
商誉	0	0	31	31	31	其他非经营损益	8	2	56	63	59
递延所得税资产	31	69	125	177	234	利润总额	109	334	2,865	4,284	4,977
投资性房地产	0	0	7,619	10,785	14,274	所得税	25	84	264	254	322
其他资产	0	0	2,784	3,019	3,273	净利润	84	251	2,602	4,030	4,655
资产总计	2,109	2,409	149,905	211,279	278,902	少数股东损益	0	3	1,076	1,940	2,190
短期借款	429	304	0	0	0	归母股东净利润	84	247	1,525	2,090	2,464
卖出回购金融资产款	0	0	7,642	7,377	9,541	主要财务比率					
应付赔付款	0	0	733	1,104	1,643		2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
应付保单红利	0	0	231	232	235	成长能力					
保户储金及投资款	0	0	51,178	68,327	84,353	营业收入增长率	-16.69%	-32.90%	9319.39%	23.75%	17.82%
未决赔款准备金	0	0	66	77	79	净利润增长率	-182.98%	195.00%	516.92%	37.03%	17.89%
寿险责任准备金	0	0	64,641	105,244	150,696	盈利能力					
独立账户负债	0	0	2,950	4,425	5,753	营业利润率	12.53%	61.39%	5.51%	6.69%	6.62%
应交税费	4	2	109	134	131	净利率	10.39%	45.70%	2.99%	3.31%	3.32%
应付职工薪酬	4	5	61	73	76	回报率分析					
应付利息	0	0	0	0	0	总资产收益率	3.94%	11.09%	3.42%	2.23%	1.90%
长期借款	0	42	0	0	0	净资产收益率	5.89%	15.51%	24.88%	19.20%	21.01%
递延所得税负债	22	139	2,067	2,449	2,758	每股指标					
其他负债	0	0	601	755	812	EPS-摊薄 (元)	0.06	0.18	0.40	0.55	0.65
负债合计	619	626	131,209	191,206	257,142	每股净资产 (元)	1.07	1.29	2.77	2.96	3.21
股本	1,354	1,354	3,800	3,800	3,800	每股股利 (元)	0.00	0.01	0.12	0.17	0.19
资本公积金	30	30	4,202	4,202	4,202	估值分析					
归母权益合计	1,449	1,740	10,522	11,255	12,204	市盈率	141.46	47.95	21.82	15.92	13.51
所有者权益合计	1,490	1,784	18,696	20,073	21,760	市净率	8.18	6.82	3.16	2.96	2.73
负债及股东权益总计	2,109	2,409	149,905	211,279	278,902	股息收益率	0.00%	0.11%	1.37%	1.88%	2.22%

资料来源: WIND, 太平洋证券研究院

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。