

# 西水股份 (600291)

2016年10月9日

## 规模先行，A股唯一财产险标的 买入（首次）

### 投资要点

- **连续巨额资本注入撬动天安财险规模爆发式发展：**上市公司自2013年获得天安财险控制权后，连续多次向天安财险进行巨额增资：2016年年中天安财险净资产为313.8亿元，为2013年底的8.8倍。巨额的资本注入撬动了天安财险资产规模的爆发式发展：2016年年中天安财险总资产达到2888.8亿元，为2013年底的19.7倍；从资产规模角度看，天安财险已超越平安财险和太保财险成为全国第3大财险公司，仅次于人保财险和安邦财险。
- **天安财险高杠杆+投资驱动带来高弹性和高风险：**在银行理财收益率下滑+保险投资端连续放宽的大背景下，天安财险通过投资型财产险迅速做大保费规模：2014/2015/2016H 此类产品带来新增保户储金规模为260/999/1069亿元。投资型财产险（保赢1号）收益率较同期银行定期存款利率高0.7pct，并提供额外风险保障，加上天安财险在销售端的高额投入（渠道费用约2%）推动规模爆发。2016H 天安财险杠杆已达9.2倍，远超一般财险公司3-4倍的水平，同时资产端超过40%配置股票基金以赚取利差。天安财险的高杠杆带来很高的业绩弹性同时也带来很高市场风险：2016Q1 资本市场震荡直接导致天安财险利差大幅缩水，2016H 净利润由2015H的21.7亿元大降至0.5亿元，浮盈由年初的17.3亿元降至0.9亿元。
- **天安财险投资驱动型模式短期可持续，长期存在不确定性。**天安财险商业模式的优势在于投资型财险产品收益率优势（高于定存利率0.7pct）+提供额外风险保障+高佣金/业务费投入驱动销售端规模快速增长，其核心风险在于高杠杆：如果资本市场大跌/长期低迷导致公司利差缩水或者为负，则业绩将持续面临很大压力。从监管角度看，投资型财险与规模受限的万能险有一定区别：资金成本（3%-4%）低于短期万能险（6%-7%）且具有风险保障功能，总体风险可控。预计保监会短期内不会限制合理发展此类业务，但是随着此类业务加速扩容，监管可能对其规模进行调控，因此这种模式能否长期持续存在不确定性。

### 投资建议

截止2016H，上市公司已完成对天安财险26.96%股权的收购并进行了两次大额增资，天安财险净资产达313.8亿元，其中上市公司持股50.87%。天安财险高杠杆+投资驱动的模式将带来高业绩弹性和高风险：如果股市回暖，公司2017年净利润有望上升至10亿元水平，如果股市大跌/长期低迷，公司面临亏损风险。预计上市公司16/17/18年归母净利润为0.7/10.4/10.6亿元，对应EPS 0.07/0.95/0.97元。目前上市公司股价对应天安财险估值1.32倍PB，可比上市标的中国财险H目前估值为1.5倍PB。我们认为天安财险的合理估值为1.6倍PB，对应上市公司目标价23.5元/股，对应25倍17PE。首次覆盖，给予公司“买入”评级。

**风险提示：**1) 天安财险权益类配置比例较高，股市下跌会对业绩和估值带来双重压力；2) 监管加强对投资型财产险的限制；3) 持续低利率带来资产端压力。

首席证券分析师 丁文韬

执业资格证书号码：S0600515050001

dingwt@dwzq.com.cn

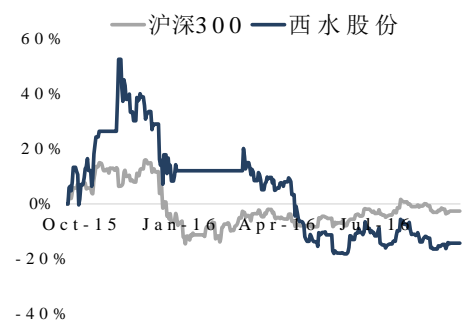
021-60199746

研究助理 田昉

执业资格证书号码：S0600115110022

tiand@dwzq.com.cn

### 股价走势



### 市场数据 (2016年10月9日)

收盘价 (元)	19.30
市盈率 (2015)	118.64
市净率 (2015)	2.03
流通A股市值 (百万元)	7411

### 基础数据 (2015)

每股净资产 (元)	9.53
总股本 (百万股)	1093
流通A股 (百万股)	384

## 目录

1. 公司转型财险，增资撬动资产规模爆发.....	3
2. 负债端：利用投资型财险产品迅速加高杠杆.....	4
3. 资产端：大比例投资股票基金带来高业绩弹性.....	7
4. 天安财险投资驱动型模式短期可持续，长期存在不确定性...9	
5. 投资建议和盈利预测.....	10
6. 风险提示.....	16

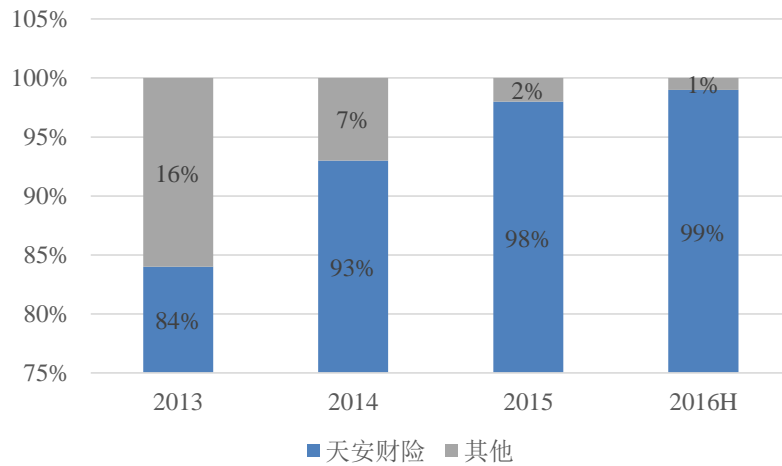
## 图表目录

图 1: 天安财险占上市公司总资产比例.....	3
图 2: 天安财险净资产规模 (亿元).....	3
图 3: 天安财险总资产规模 (亿元).....	4
图 4: 主要财险公司总资产与净资产规模 (亿元).....	4
图 5: 天安财险投资型财险保户储金新增额 (亿元).....	5
图 6: 天安财险投资型财险介绍.....	5
图 7: 主要财险公司杠杆.....	6
图 8: 天安财险极限杠杆测算.....	6
图 9: 天安财险传统保险业务保费分布 (2016 年中).....	7
图 10: 上市保险公司综合成本率 (2016 年中).....	7
图 11: 天安财险大类资产配置比例 (2015 年底).....	8
图 12: 天安财险各类风险的偿付能力资本 (亿元).....	8
图 13: 天安财险重要股票持仓 (2016 年中).....	9
图 14: 近期关于短期理财型寿险的相关监管政策.....	9
图 15: 寿险新规导致万能险规模增速有所放缓.....	10
图 16: 全球重要上市财险公司 PB.....	11
图 17: 中国人寿 H 与中国财险 H 弹性优于恒生指数.....	11
图 18: H 股上市保险公司 Beta 值.....	11
图 19: 西水股份 ROE 与上证综指.....	12
图 20: 西水股份 2017 年业绩敏感性测试结果.....	12
图 21: 西水股份股价与上证综指 (元).....	12
图 22: 天安财险估值.....	13
图 23: 上市公司盈利预测.....	13
图 24: 上市公司损益表预测 (百万元).....	14
图 25: 上市公司资产负债表预测 (百万元).....	15

## 1. 公司转型财险，增资撬动资产规模爆发

上市公司主业转型财产保险完成。截止 2016 年年中，上市公司已完成对天安财险 26.96% 股权的收购并进行了两次大额增资，目前天安财险净资产已达 313.8 亿元，其中上市公司持股 50.87%；合并报表基础上天安财险约占上市公司总资产的 99%，上市公司主业转型完成。

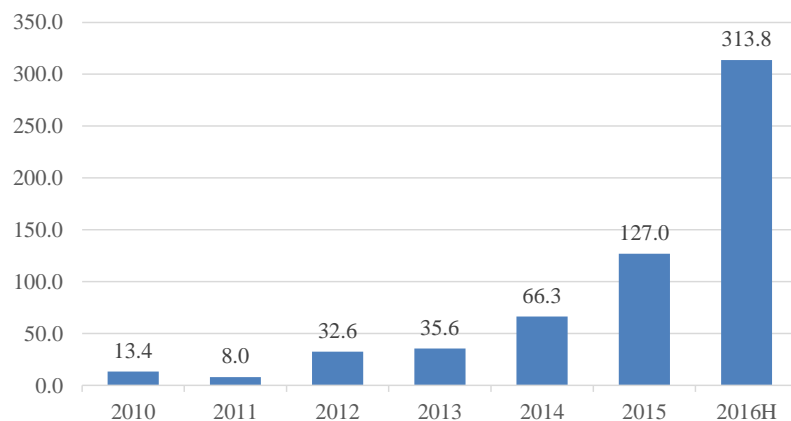
图 1: 天安财险占上市公司总资产比例



资料来源：Wind，东吴证券研究所

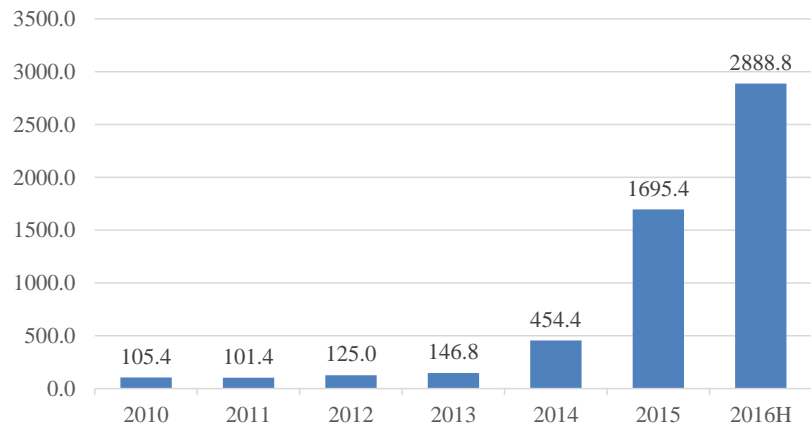
连续资本注入推动天安财险规模爆发。上市公司自 2013 年获得天安财险控制权后，连续多次向天安财险进行巨额增资：2016 年年中天安财险净资产为 313.8 亿元，为 2013 年底的 8.8 倍。巨额的资本注入撬动了天安财险资产规模的爆发式发展：2016 年年中天安财险总资产达到 2888.8 亿元，为 2013 年底的 19.7 倍；从资产规模角度看，天安财险已超越平安财险和太保财险成为全国第 3 大财险公司，仅次于人保财险和安邦财险。

图 2: 天安财险净资产规模（亿元）



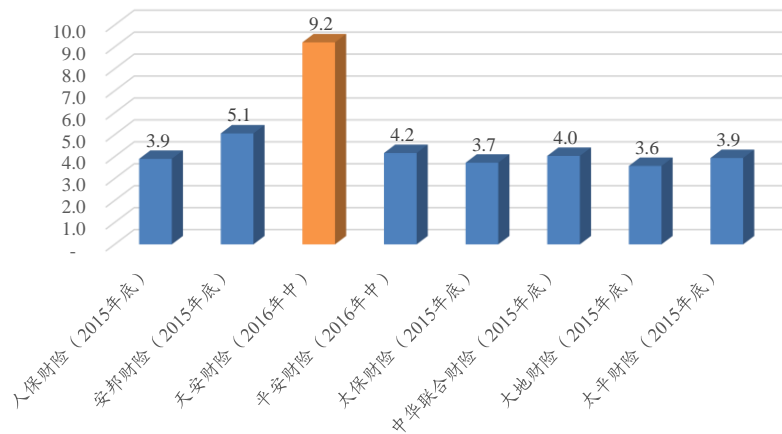
资料来源：Wind，东吴证券研究所

图 3: 天安财险总资产规模 (亿元)



资料来源: Wind, 东吴证券研究所

图 4: 主要财险公司总资产与净资产规模 (亿元)



资料来源: Wind, 东吴证券研究所

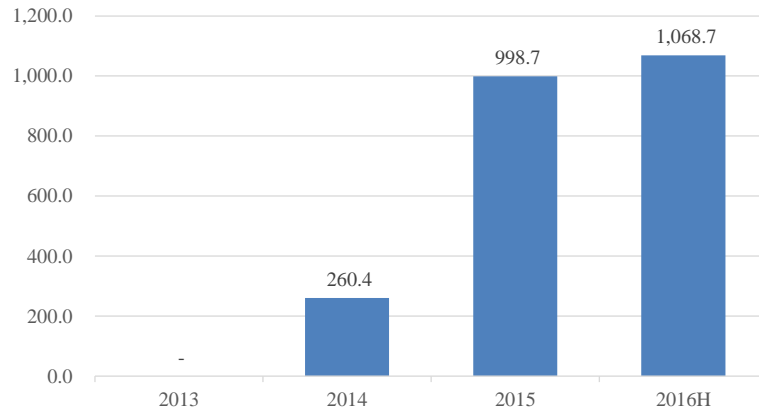
**资本市场震荡拖累上市公司 2016 中报业绩。**天安财险的高杠杆+大比例投资股票基金的商业模式带来上市公司较高业绩弹性,同时也带来较高的市场风险敞口,如果资本市场下行,公司的业绩将承受较大压力:2016 年上半年资本市场震荡对天安财险投资端带来较大影响:利差大幅收窄直接导致天安财险 2016 上半年净利润由 2015 年上半年的 21.7 亿元大幅下降至 0.5 亿元(净盈由年初的 17.3 亿元降至 0.9 亿元),拖累上市公司(合并报表)2016 上半年净利润由 2015 年上半年的 17.5 亿元大幅下降至-0.2 亿元。如果股市企稳,天安财险 2017 年净利润有望上升至约 20 亿元,推动上市公司归母净利润上升至约 10 亿元。

## 2. 负债端: 利用投资型财险产品迅速加高杠杆

天安财险的投资型财产险在 14-16 年规模爆发。在利率下行+保险投资端连续放宽的大背景下,天安财险通过投资型财产险迅速做大保费规模:2014/2015/2016H1 此类产品带来的保户储金规模分别为 260 亿元/999 亿元

/1069 亿元。投资型财产险(保赢 1 号系列)可以迅速做大规模主要由于：  
 1) 此类产品较银行定期存款具有较高竞争力：保赢 1 号系列期限短(1-3 年)、收益率较高(比同期定存基准收益率高 0.7pct)，并提供额外提供的风险保障；  
 2) 天安财险在销售端的投入巨大：2014/2015/2016H1 投资型保险业务费用分别为：7.2/25.9/22.5 亿元，对应渠道费用成本约占新增保户储金规模的 2%。

图 5: 天安财险投资型财险保户储金新增额 (亿元)



资料来源：Wind，东吴证券研究所

图 6: 天安财险投资型财险介绍

“保赢 1 号”投资型家用汽车驾驶人意外伤害保险  
 适用人群：18-65 周岁 保险期限：1 年/2 年/3 年



产品特点：

- 1) 本产品年转化收益率在中国人民银行同期公布的 1 年/2 年/3 年期存款基准利率基础上，上浮 0.7 个百分点；
- 2) 保险期内，客户除投资收益之处，同时还有一份贴心的高额驾驶人保障保险，客户在保险期间内出现保险事故、获得理赔后，满期后仍然可以按约定领取投资资金本金及利息。
- 3) 购买本产品，将同时享有驾驶人保障和投资资金增值收益，理赔保险金和满期给付金的领取额度互不影响。

“保赢 1 号”投资型家庭财产保险  
 适用人群：18 周岁以上 保险期限：1 年/2 年/3 年



产品特点：

- 1) 本产品年转化收益率在中国人民银行同期公布的 1 年/2 年/3 年期存款基准利率基础上，上浮 0.7 个百分点；
- 2) 保险期内，客户除投资收益之处，同时还有一份贴心的高额家庭财产保障保险，客户在保险期间内出现保险标的多次出险，您也可以在保额内享有多次理赔服务。
- 3) 购买本产品，将同时享有家庭财产保障和投资资金增值收益，理赔保险金和满期给付金的领取额度互不影响。

“保赢 1 号”投资型交通意外伤害保险  
 适用人群：无限制 保险期限：1 年/2 年/3 年



产品特点：

- 1) 本产品年转化收益率在中国人民银行同期公布的 1 年/2 年/3 年期存款基准利率基础上，上浮 0.7 个百分点；
- 2) 保险期内，客户除投资收益之处，同时还有一份贴心的交通意外伤害保障保险，客户在保险期间内出现保险事故、获得理赔后，满期后仍然可以按约定领取投资资金本金及利息。
- 3) 购买本产品，将同时享有人身意外伤害保障和投资资金增值收益，理赔保险金和满期给付金的领取额度互不影响。

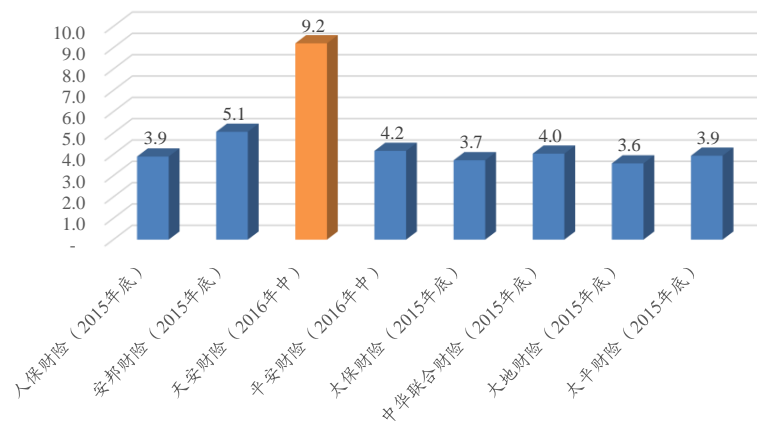
资料来源：Wind，东吴证券研究所



天安财险目前 9.2 倍杠杆，显著高于他财险公司。凭借投资型财险产品，天安财险 2016 年中杠杆已达 9.2 倍，远超一般财险公司 3-4 倍的水平。这主要是由于：1) 一般财险公司出于预防资本不足的考虑而为偿付能力充足率预留安全边际（长期保持超过 250% 的偿付能力充足率，大幅高于 100% 的监管要求），实际上并未将资本充分用于发展业务；天安财险由于股东有能力持续为其补充资本而无须担心资本不足的情况，因此允许其偿付能力充足率保持在 120%-150% 以内，将资本充分用于做大负债端规模；2) 一般财险公司负债端以 1 年及以内的短期业务为主，天安财险则有大量期限超过 1 年的投资型财险业务，资金留存在公司的期限更长。

从偿付能力角度看，天安财险理论上仍有继续加杠杆的空间。基于偿付能力二代要求，目前（2016 年中）天安财险的综合偿付能力充足率为 127%，核心偿付能力充足率为 105%，距离最低监管要求（综合偿付能力充足率 > 100%，核心偿付能力充足率 > 50%）仍有距离。根据 2016 年中偿付能力披露数据测算，在不新增债务性工具（次级债/资本补充债）补充资本的前提下，天安财险的理论极限杠杆为 11.7 倍；如果新增债务性工具补充资本（需要新发行次级债和资本补充债共约 244 亿元），则天安财险的理论极限杠杆为 19.3 倍。从偿付能力角度测算，天安财险理论上仍有加杠杆的空间。

图 7: 主要财险公司杠杆



资料来源：Wind，东吴证券研究所

图 8: 天安财险极限杠杆测算

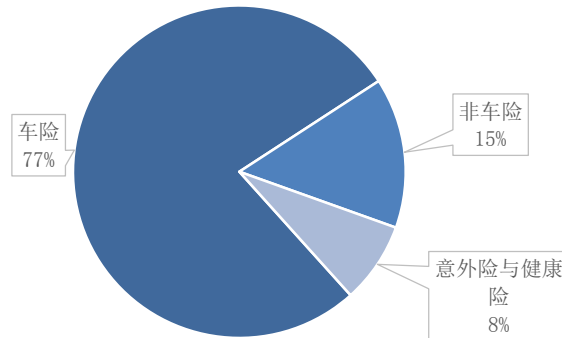
(亿元)	2016年中实际数	不新增次级债/资本补充债补充资本	使用次级债/资本补充债补充资本
核心资本	309	309	309
附属资本（次级债/资本补充债）	66	65	309
最低资本	294	374	618
核心偿付能力充足率	105%	83%	50%
综合偿付能力充足率	127%	100%	100%
杠杆倍数	9.2	11.7	19.3
需要增量次级债/资本补充债	-	-	244

资料来源：天安财险偿付能力报告，Wind，东吴证券研究所

传统财险业务增长平稳，综合成本率有所下降。2016 年上半年天安财险的传统保险业务保费 67.8 亿元，其中约 77% 来自车险，业务分布与其他财险公司类似。由于中国新车销量放缓和 2016 年商业车险费改影响，车险保费增长总体增长趋缓，预计天安财险传统业务规模保持温和增长。

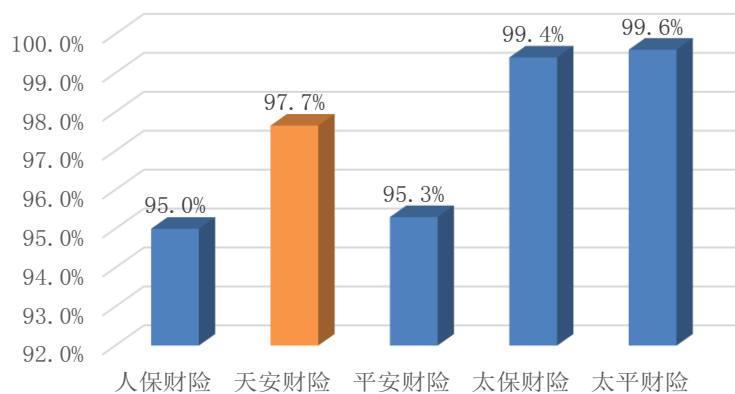
天安财险 2016 年上半年综合成本率 97.65%（较去年同期下降 1.72pct），处于行业低位，传统保险业务已可实现承保盈利。长期来看，投资型财险业务规模的迅速扩张或有助于摊薄传统保险业务的管理费用，从而帮助公司提高承保盈利水平。

图 9:天安财险传统保险业务保费分布（2016 年中）



资料来源：天安财险年报，东吴证券研究所

图 10:上市保险公司综合成本率（2016 年中）

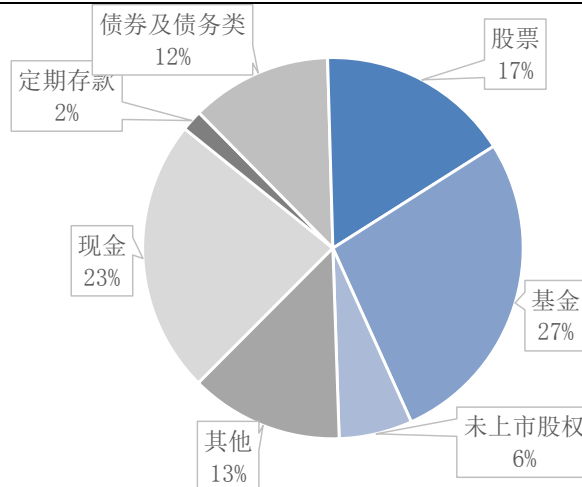


资料来源：上市保险公司年报，东吴证券研究所

### 3. 资产端：大比例投资股票基金带来高业绩弹性

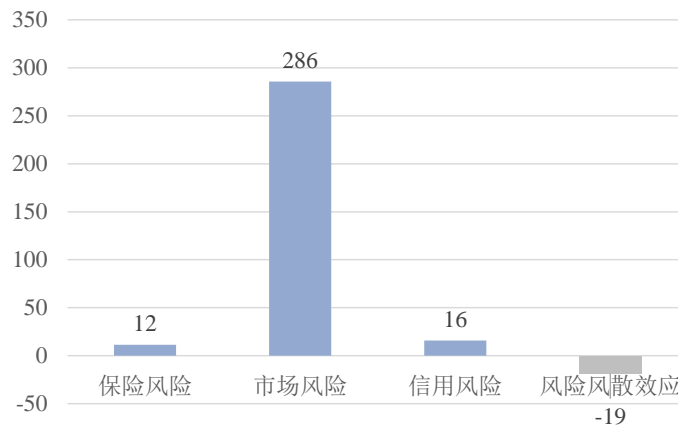
天安财险大比例配置权益类资产和现金。2015 年底，天安财险资产端大类资产配置比例为：现金 23%，定期存款 2%，债券及债务类资产 12%，股票 17%，基金（包括权益类资管产品）27%，未上市股权 6%，其他（返售金融资产）13%。1）较高的现金比例（23%）确保天安财险保持充裕的流动性以支付投资型财险产品的满期给付，流动性风险可控；2）超过 40% 的权益类资产配置（股票+基金）则使得天安财险的盈利水平与股市行情高度相关，同时带来较高的市场风险敞口；3）较低的债券类资产配置 12%）带来较低的利率风险敞口。

图 11:天安财险大类资产配置比例 (2015 年底)



资料来源: 天安财险年报, 东吴证券研究所

图 12:天安财险各类风险的偿付能力资本 (亿元)



资料来源: 天安财险偿付能力报告, 东吴证券研究所

**明天系三家保险公司股票投资具有独特优势。**明天系旗下共三家保险保险公司, 包括天安财险、华夏人寿、天安人寿。近期明天系除了通过西水股份连续增资天安财险, 亦通过上市平台华资实业定增向华夏人寿巨额增资 300 亿元。资本补充完毕后, 明天系保险公司可通过保险业务加杠杆做大资产规模投资股票市场。天安财险的重要股票持仓体现了明天系资本偏好银行、保险、地产的投资风格, 预计未来明天系旗下三家保险公司可发挥“1 个控制人+3 张牌照”的独特优势协同投资二级市场以获取超额收益。



图 13: 天安财险重要股票持仓 (2016 年中)

名称	行业	总市值 (亿元)	PE(16E)	股息率(%)	持股比 例	持股市值 (亿元)	*成本估计 (亿元)	*浮盈 (亿元)
兴业银行	银行	2,904	6.0	4.0	2.4%	70.6	73.1	-2.6
中国太保	非银金融	2,450	18.9	1.8	0.8%	19.8	17.0	2.8
金地集团	房地产	466	13.8	1.3	1.8%	8.4	8.7	-0.2
中国铝业	有色金属	562	223.4	0.0	0.9%	5.2	14.1	-8.8
中南传媒	传媒	325	16.3	1.6	1.4%	4.6	4.6	0.1
上海医药	医药生物	485	16.0	0.0	0.7%	3.6	3.6	0.0
长园集团	电气设备	183	24.4	1.4	1.8%	3.3	5.0	-1.7
东软集团	计算机	228	23.1	0.9	1.3%	3.0	3.0	0.0
东华软件	计算机	393	24.3	0.0	0.7%	2.9	6.5	-3.6
张裕A	食品饮料	275	23.4	1.1	0.9%	2.4	2.3	0.1
新黄浦	房地产	80	na	1.6	2.5%	2.0	2.1	-0.1
外运发展	交通运输	158	16.0	2.3	0.8%	1.3	1.3	-0.1
三元股份	食品饮料	117	54.1	0.0	1.1%	1.3	1.3	0.0
驰宏锌锗	有色金属	215	81.9	1.2	0.3%	1.2	1.2	0.0
江中药业	医药生物	95	25.2	1.3	1.2%	1.2	1.0	0.2

\*根据公开信息估算

资料来源: Wind, 东吴证券研究所

#### 4. 天安财险投资驱动型模式短期可持续, 长期存在不确定性

2014 年以来天安财险通过投资型财产险迅速做大保费规模: 2014/2015/2016H1 此类产品带来的新增保户储金规模分别为 260 亿元/999 亿元/1069 亿元。在银行理财收益率下滑+保险投资端连续放宽的大背景下, 预计未来天安财险的投资型财险仍可保持较高增速: 1) 此类产品的收益率比同期定存利率高 0.7pct+ 提供额外风险保障, 较银行理财和定存更具吸引力; 2) 高佣金/业务费投入将持续驱动销售端增长。

**近期中短期理财型寿险监管压力加大。**2015 年部分民营寿险公司快速扩张理财型寿险规模+连续举牌上市公司引起了保监会对于潜在流动性风险和利用保险牌照杠杆融资进行收购的关注: 2016 年 3 月 18 日保监会下发《关于规范中短存续期产品有关事项的通知》, 要求保险公司在未来 5 年逐步降低存续期<3 年的寿险产品的规模; 2016 年 9 月 6 日保监会下发《关于进一步完善人身保险精算制度有关事项的通知》和《关于强化人身保险产品监管工作的通知》以进一步限制短期万能险和高现价理财险等寿险产品。

图 14: 近期关于短期理财型寿险的相关监管政策

时间	保监会相关监管规定
2016/9/6	《关于强化人身保险产品监管工作的通知》
2016/9/6	《关于进一步完善人身保险精算制度有关事项的通知》
2016/9/6	《关于强化人身保险产品监管工作的通知》
2016/3/18	《关于规范中短存续期产品有关事项的通知》

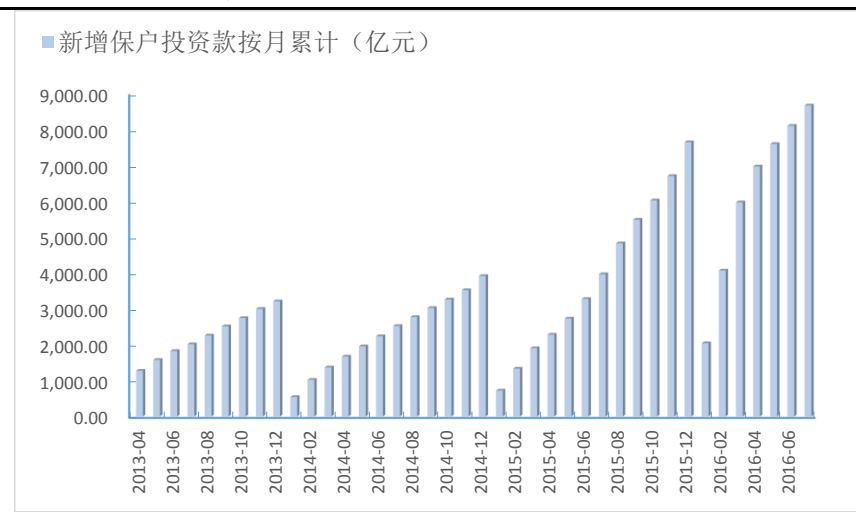
资料来源: 中国保监会网站, 东吴证券研究所

**天安财险投资驱动型模式短期可持续, 长期存在不确定性。**从监管角度看, 投资型财险与规模受限的万能险有一定区别: 资金成本(3%-4%) 低于短期万能险(6%-7%) 且具有风险保障功能, 总体风险可控。预计保监会短期内不会限制合理发展此类业务, 但是长期来看随着此类业务加速

扩容，监管可能对其规模进行调控，因此这种模式能否长期持续存在不确定性。

中短期理财型寿险受限短期内提高了投资型财险增量空间。在利率下行大背景下，1) 居民需要高收益理财产品；2) 保险公司需要做大规模；3) 银行需要中间收入。因此市场对于投资理财型的保险产品的需求长期存在。近期保监会加大对中短期理财型寿险的限制在客观上提高了投资型财险增量空间，预计寿险新规带来的替代效应将在短期内间接利好天安财险的总资产规模增长。目前除了天安财险和安邦财险，平安财险和众安财险亦已获批开展此类业务。

图 15: 寿险新规导致万能险规模增速有所放缓



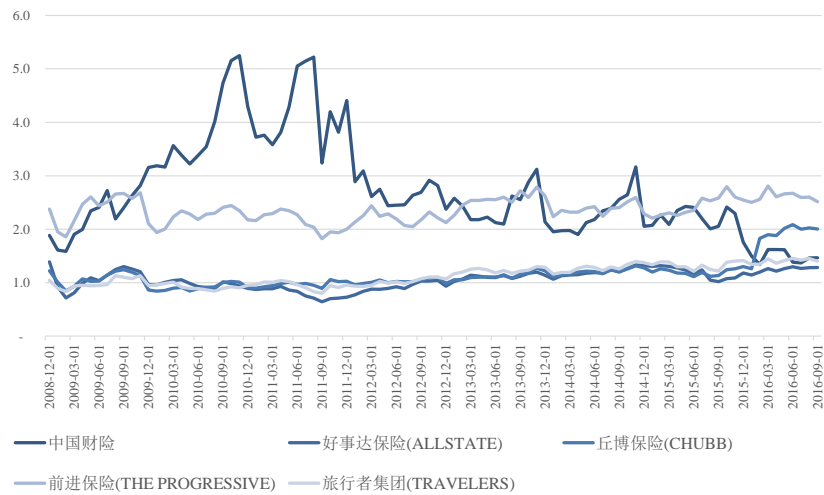
资料来源：Wind，东吴证券研究所

## 5. 投资建议和盈利预测

财险业务用 PB 法估值较为合理。保险业务盈利模式的本质是通过自有资本加杠杆赚取承保利润和利差，因此保险公司的账面净利润受当年保险事故发生经验和投资收益影响波动较大，不适合使用 PE 法估值，通常较为合理的估值方法为 PB 法。其中对于寿险公司来说，PEV 法在 PB 法的基础上进一步考虑了已承保的长期保单在未来将释放的利润(有效业务价值/VIF)，已成为寿险公司的重要的估值基础。由于天安财险的业务为财险业务，因此用 PB 法估值较为合理。

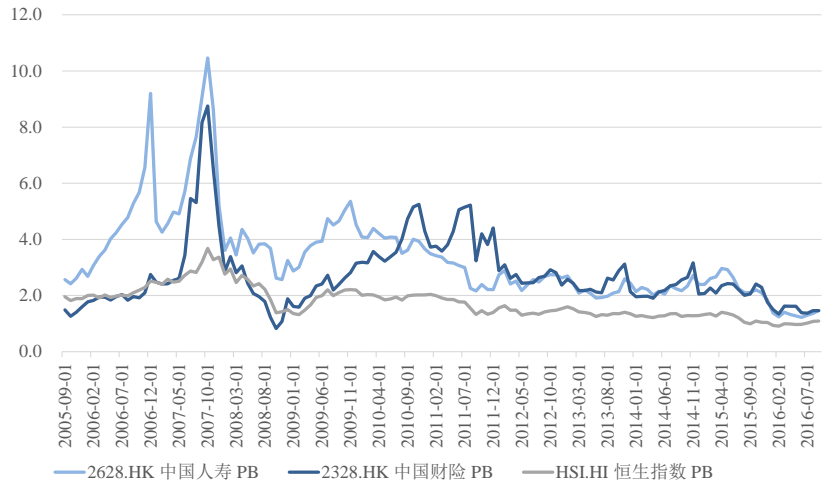
美国市场财险估值稳定，港股财险估值弹性较高。美国上市财险公司 PB 通常在 1.0-3.0 之间，且估值水平总体稳定，好事达、丘博保险、旅行者等美国大型财险公司 PB 长期稳定在 1.0 倍左右；随着 2008 年金融危机之后美国经济复苏，目前行业 PB 已经恢复至 1.2 倍左右的水平。在香港上市的人保财险(中国财险 H) PB 长期在 1.5-4.0 之间宽幅震荡，PB 变化趋势与背景类似的寿险公司中国人寿 H 基本一致。从历史股价来看，中国财险 H 弹性与其他 H 股上市的中资保险公司(包括寿险)基本一致，显著优于外资保险公司。

图 16: 全球重要上市财险公司 PB



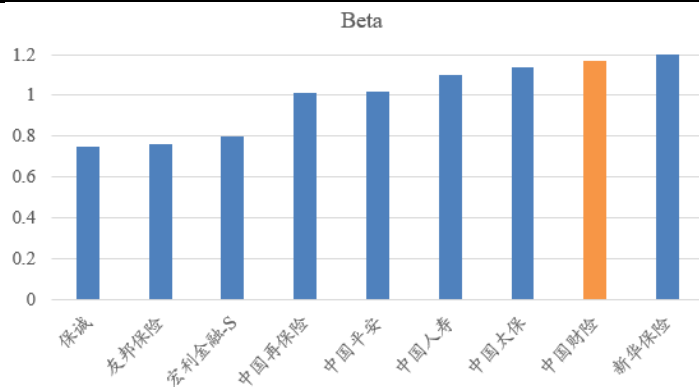
资料来源: Wind, 东吴证券研究所

图 17: 中国人寿 H 与中国财险 H 弹性优于恒生指数



资料来源: Wind, 东吴证券研究所

图 18: H 股上市保险公司 Beta 值

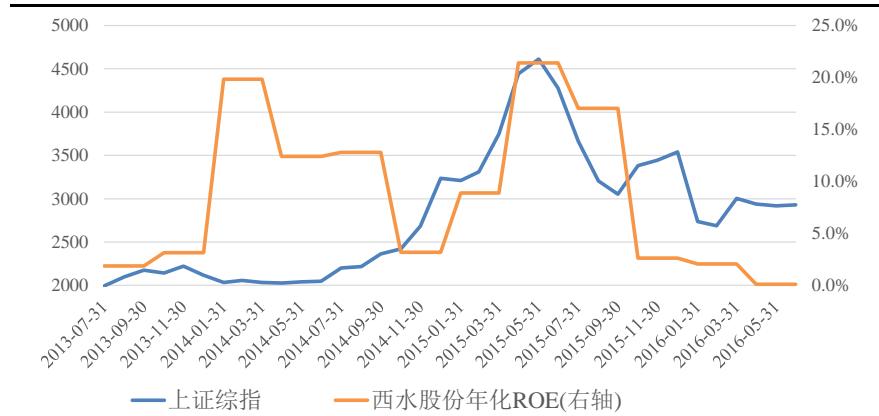


资料来源: Wind, 东吴证券研究所

天安财高杠杆+投资驱动的模式带来高弹性和高风险。截止 2016 年年中，上市公司已完成对天安财险 26.96% 股权的收购并进行了两次大额增资，目前天安财险净资产已达 313.8 亿元，其中上市公司持股 50.87%；

合并报表基础下天安财险约占上市公司总资产的 99%。天安财险的投资驱动型盈利模式（利用投资型财险加 8-9 倍杠杆+40%投资股票基金）的商业模式带来很高业绩弹性，同时也带来较高的市场风险敞口，如果资本市场大跌/长期低迷导致公司利差缩水或者为负，则业绩将持续面临很大压力。根据敏感性测试，如果 2017 年实际投资收益率达到 6.0%，上市公司归母净利润可达 10.4 亿元，如果实际投资收益率下调至 4.0%，上市公司或面临亏损压力。

图 19：西水股份 ROE 与上证综指



资料来源：Wind，东吴证券研究所

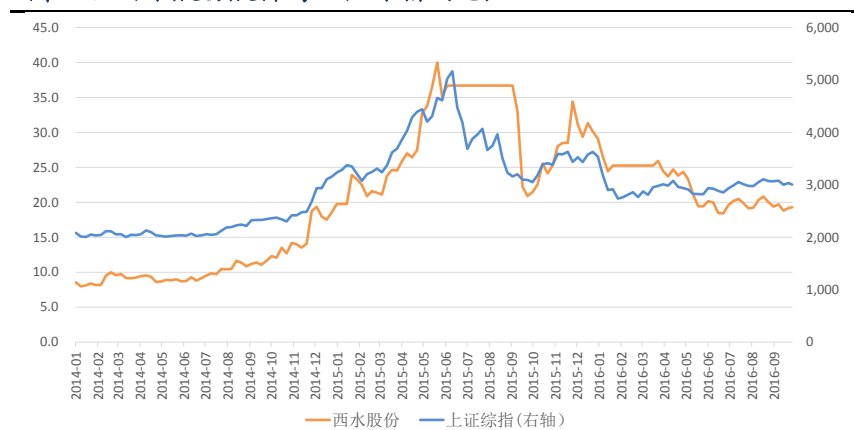
图 20：西水股份 2017 年业绩敏感性测试结果

(百万元)	实际投资收 益率%	2017年归母 净利润	变化%	2017年归母 净资产	变化%
基础情景	6.0%	1,037	-	12,212	-
乐观情景	8.0%	2,427	134.1%	14,839	21.5%
不利情景	4.0%	-1,049	-201.2%	9,817	-19.6%

资料来源：东吴证券研究所

利空出尽，短期估值向下空间有限。自 2016 年 Q1 股市大跌以来，市场对于天安财险利差损的担忧导致上市公司估值大幅下行。当前估值水平继续向下空间有限，这是因为：1) 2016 中报业绩已经披露，天安财险投资端收益下滑对于业绩的影响已经见底，利空出尽；2) 天安财险债券类资产配置比例很低(12%左右)，未来利率下行对公司投资端影响有限。

图 21：西水股份股价与上证综指（元）



资料来源：东吴证券研究所

预计上市公司 16/17/18 年净利润为 0.7/10.4/10.6 亿元，对应 EPS 0.07/0.95/0.97 元。目前上市公司股价对应天安财险估值 1.32 倍 PB，可比上市标的中国财险（H 股）目前估值为 1.5 倍 PB。目前投资收益下滑对业绩影响已见底，向下空间有限。我们认为天安财险的合理估值为 1.6 倍 PB，对应上市公司目标价 23.5 元/股，对应 25 倍 17PE。首次覆盖，给予公司“买入”评级。

图 22：天安财险估值

编号	项目		注释
a	风险资本回报率	12.0%	基于上市保险公司精算假设
b	长期投资收益率	5.7%	基于天安过往投资收益高于行业平均
c	长期杠杆倍数	9	2016H1 杠杆约 9.2 倍
d	保险负债资金成本	3.5%	包括定存利率、产品承诺的额外 0.7%、保障成本
e	保单销售业务费用	2.0%	基于年报披露相关费用数额估算
f=d+e	保险负债资金成本	5.5%	
$g=(b-f)*(c-1)+b$	天安财险 ROE	7.3%	
$h=((b-f)*(c-1)+b)/a$	天安财险合理 PB	1.61	
	对应上市公司目标价（元）	23.5	

资料来源：东吴证券研究所

图 23：上市公司盈利预测

	2015	2016E	2017E	2018E
归属母公司股东净利润（百万元）	177.8	72.9	1,036.9	1,062.5
归属母公司股东净资产（百万元）	10,417	10,866	12,212	13,590
EPS（元）	0.27	0.07	0.95	0.97
BPS（元）	15.56	9.94	11.17	12.43

资料来源：东吴证券研究所

图 24：上市公司损益表预测（百万元）

	2015	2016E	2017E	2018E
<b>营业收入</b>	20,029.3	22,058.7	28,461.7	29,546.7
已赚保费	9,161.1	9,923.4	10,618.0	11,361.3
保费业务收入	12,905.9	13,809.3	14,776.0	15,810.3
其中：分保费收入	18.1	19.3	20.7	22.1
减：分出保费	3,525.5	3,772.3	4,036.4	4,318.9
提取未到期责任准备金	219.3	113.6	121.6	130.1
投资净收益	10,738.8	11,859.8	17,570.6	17,908.1
其中：对联营企业和合营企业的投资收益	-0.5	-0.5	-0.5	-0.5
公允价值变动净收益	-0.1	1.9	0.9	1.4
汇兑净收益	-20.2	-13.9	-18.4	-17.5
其他业务收入	149.6	287.6	290.5	293.4
<b>营业支出</b>	19,303.3	21,855.2	25,729.7	26,769.6
退保金				
赔付支出	6,971.2	7,459.2	7,981.3	8,540.0
减：摊回赔付支出	1,250.6	1,338.2	1,431.9	1,532.1
提取保险责任准备金	195.7	209.4	224.0	239.7
减：摊回保险责任准备金	376.6	195.1	208.8	223.4
保户红利支出				
分保费用	5.4	5.8	6.2	6.6
营业税金及附加	992.0	1,061.4	1,135.7	1,215.2
手续费及佣金支出	1,519.7	2,684.7	2,765.3	2,848.2
管理费用	3,295.1	3,394.0	3,495.8	3,600.7
减：摊回分保费用	1,394.8	1,492.4	1,596.9	1,708.7
其他业务成本	7,695.5	9,256.5	12,239.0	12,361.4
资产减值损失	1,650.4	810.0	1,120.0	1,422.0
<b>营业利润</b>	726.0	203.5	2,732.0	2,777.1
加：营业外收入	41.6	26.4	26.9	31.6
减：营业外支出	5.4	39.3	48.1	30.9
其中：非流动资产处置净损失	1.0			
<b>利润总额</b>	762.2	190.6	2,710.8	2,777.8
减：所得税	274.7	47.7	677.7	694.4
<b>净利润</b>	487.6	143.0	2,033.1	2,083.3
减：少数股东损益	309.7	70.1	996.2	1,020.8
归属于母公司所有者的净利润	177.8	72.9	1,036.9	1,062.5
加：其他综合收益	1,097.4	-2,372.0	605.9	617.5
<b>综合收益总额</b>	1,584.9	-2,229.0	2,639.0	2,700.9
减：归属于少数股东的综合收益总额	1,239.1	-1,092.2	1,293.1	1,323.4
归属于母公司普通股股东综合收益总额	345.8	-1,136.8	1,345.9	1,377.4

资料来源：东吴证券研究所



图 25：上市公司资产负债表预测（百万元）

	2015	2016E	2017E	2018E
<b>资产：</b>				
货币资金	37,595.2	65,522.5	66,177.7	68,051.8
交易性金融资产	1,624.7	2,831.5	2,859.9	2,940.8
买入返售金融资产	20,920.1	36,460.4	36,825.0	37,867.9
应收保费	131.6	229.3	231.6	238.2
应收利息	652.8	1,137.7	1,149.1	1,181.6
应收代位追偿款	0.3	0.6	0.6	0.6
应收分保账款	737.0	1,284.5	1,297.3	1,334.1
应收分保未到期责任准备金	837.8	1,460.2	1,474.8	1,516.5
应收分保未决赔款准备金	681.9	1,188.5	1,200.4	1,234.4
可供出售金融资产	96,250.6	167,749.6	169,427.1	174,225.1
持有至到期投资	3,092.5	5,389.7	5,443.6	5,597.7
长期股权投资	1,535.8	2,676.7	2,703.5	2,780.0
存出资本保证金	1,986.2	3,461.7	3,496.3	3,595.3
固定资产	567.4	989.0	998.8	1,027.1
无形资产	1,287.6	2,244.0	2,266.5	2,330.7
商誉	824.6	1,437.2	1,451.5	1,492.6
递延所得税资产	346.9	604.6	610.6	627.9
定期存款	2,889.7	5,036.2	5,086.6	5,230.7
其他资产	207.2	361.0	364.6	375.0
其他	786.0	1,369.8	1,383.5	1,422.7
<b>资产总计</b>	<b>172,955.8</b>	<b>301,434.7</b>	<b>304,449.0</b>	<b>313,070.9</b>
<b>负债：</b>				
短期借款	490.0	942.0	760.4	930.4
预收保费	404.2	777.1	775.8	791.3
应付手续费及佣金	641.6	1,233.4	1,231.3	1,255.9
应付分保账款	1,546.3	2,972.6	2,967.6	3,026.8
应付职工薪酬	598.1	1,149.7	1,147.8	1,170.7
应交税费	815.3	1,567.3	1,564.7	1,595.9
应付利息	87.6	168.3	168.0	171.4
应付赔付款	54.1	104.0	103.8	105.9
保户储金及投资款	126,699.4	243,561.5	245,997.1	248,457.0
未到期责任准备金	5,176.7	5,539.0	5,926.8	6,341.6
未决赔款准备金	3,974.7	4,252.9	4,550.6	4,869.2
应付债券	6,588.2	6,588.2	6,588.2	6,588.2
递延所得税负债	1,098.6	728.3	853.2	893.3
其他负债	482.4	927.3	925.8	944.2
其他	2,627.6	5,051.1	5,042.6	5,143.2
<b>负债合计</b>	<b>151,284.6</b>	<b>275,562.7</b>	<b>275,938.0</b>	<b>281,859.0</b>
<b>所有者权益(或股东权益)：</b>				
股本	669.4	1,093.1	1,093.1	1,093.1
其它权益工具				
资本公积金	6,973.6	5,952.4	5,952.4	5,952.4
减：库存股				
其它综合收益	1,868.1	658.4	967.4	1,282.3
盈余公积金	101.6	108.9	212.6	318.9
未分配利润	804.0	3,053.5	3,986.7	4,942.9
<b>归属于母公司所有者权益合计</b>	<b>10,416.8</b>	<b>10,866.2</b>	<b>12,212.1</b>	<b>13,589.6</b>
少数股东权益	11,254.4	15,005.8	16,298.9	17,622.3
<b>所有者权益合计</b>	<b>21,671.2</b>	<b>25,872.0</b>	<b>28,511.0</b>	<b>31,211.9</b>
<b>负债及股东权益总计</b>	<b>172,955.8</b>	<b>301,434.7</b>	<b>304,449.0</b>	<b>313,070.9</b>

资料来源：东吴证券研究所

## 6. 风险提示

- 1) 天安财险权益类配置比例较高, 股市下跌对业绩和估值带来双重压力;
- 2) 监管加强对投资型财产险的限制;
- 3) 持续低利率带来资产端压力。

## 免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券及其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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

## 东吴证券投资评级标准:

### 公司投资评级:

- 买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;
- 增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;
- 中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间;
- 减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间;
- 卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

### 行业投资评级:

- 增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;
- 中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘 -5% 与 5%;
- 减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所  
苏州工业园区星阳街 5 号  
邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>

