入主华夏人寿，坚定金融转型

■**事件：**11 月 20 日晚，中天金融发布公告称与北京千禧世豪和北京中胜世纪签订收购股权框架协议，拟以现金购买上述交易方持有的华夏人寿 21%-25%的股权。本次交易所涉标的股权的交易定价不超过 310 亿元人民币。

■**拟参股华夏人寿，增强保险业务。**根据公告，公司拟向北京千禧世豪（持有华夏人寿 20%的股份）和北京中胜世纪（持有华夏人寿 13.41%的股份）。若此次资产重组得以顺利完成，公司将成为华夏人寿第一大股东，并将受益于华夏人寿业务结构的优化与后期业绩的释放。

（1）普通寿险占比提升，结构转型推进。受到中短存续期产品监管趋严影响，2017 年 1-9 月华夏人寿实现规模保费 1496 亿元，较去年同期的 1593 亿元下降 6%。但是公司业务结构持续优化，2013 年以来公司分红险占比逐渐下降，由 76%收缩至 2017 年上半年的不足 2%。同时，公司普通寿险业务占比逐渐提升，由 2013 年的 15%提升 71 个百分点至 86%。公司从分红险为主逐渐转化为普通寿险为主。

（2）聚焦期缴拉长产品期限。2017 年上半年华夏人寿首年首期保费达到 163 亿元，同比提升 538 倍，占比达到 34%（较去年同期提升 1 个百分点），在“保险姓保”相关政策及环境推动下，公司产品期限不断拉长，业务结构趋于稳健。

（3）偿付能力与综合收益提升。华夏人寿 2017 年三季度末核心偿付能力充足率达 93.48%，较年初增长近 6 个百分点。2017 年前三季度，公司综合收益额达 25 亿元，远超去年全年水平。

（4）与中融人寿共同发展。中天金融现已持有中融人寿 36.36%的股份。据保监会数据显示，中融人寿 2017 年 1-9 月实现原保费收入 45 亿元（较去年同期的 24 万元大幅上升）。年初 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。预计参股华夏人寿后，中天金融将进一步确立以保险为核心的金融业务发展战略。

■**积极完善金控平台。**除保险外，公司积极打造大金融产业布局。（1）公司持股 94.02%的中天国富证券（原海际证券）是贵州省第一家民营证券公司，以投行业务为核心。其经纪业务、自营业务和资管业务牌照正在申办过程中，预计未来将更加多元化发展。（2）银行方面，公司此前公告拟以每股 1.56 元的价格认购贵阳农商行本次增资不超过 3.2 亿股。公司持股贵阳银行（持股比例 1.63%），而以主发起人身份发起设立的贵安银行正处于相关行政审批进程中。（3）除券商、保险和银行外以外，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，业内规模排名进入市场前 20 位。公司旗下的贵州金融城项目目前已形成大数据金融中心格局。我们认为，未来公司将持续完善“大金融”产业布局，拓展利润增长点。

■**投资建议：**我们预计公司 2017 年至 2019 年的 EPS 分别为 0.51 元、0.74 元、1.19 元。利用分部估值得出地产板块、华夏人寿、中天国富证券、中融人寿、贵阳银行和其余金融业务市值分别为 100 亿元、250 亿元、68 亿元、31 亿元、6 亿元和 10 亿元，总共 465 亿元，对应股价 9.90 元，给予买入-A 投资评级。

■**风险提示：三方之后的正式协议可能与此框架协议有差别；此重组方案须履行必须的审批程序，有较大的不确定性；华夏人寿与其余金融业务不确定能在 2018 年即释放业绩。**

(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入	15,386.1	19,597.0	18,617.2	25,133.2	32,673.2
净利润	2,606.8	2,939.4	2,413.0	3,464.1	5,586.3
每股收益(元)	0.55	0.63	0.51	0.74	1.19
每股净资产(元)	2.69	3.17	3.33	3.55	4.48

盈利和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
市盈率(倍)	13.2	11.7	14.3	10.0	6.2
市净率(倍)	2.7	2.3	2.2	2.1	1.6
净利润率	16.9%	15.0%	13.0%	13.8%	17.1%
净资产收益率	20.7%	19.7%	17.5%	20.7%	26.5%
股息收益率	2.7%	2.7%	2.1%	3.3%	5.1%

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

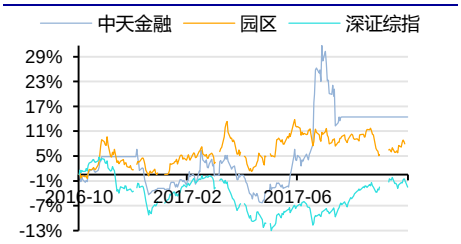
6 个月目标价： **9.90 元**

股价（2017-08-18） **7.35 元**

交易数据

总市值（百万元）	34,527.84
流通市值(百万元)	29,036.58
总股本（百万股）	4,697.66
流通股本(百万股)	3,950.55
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	0.0	-17.01	16.23
绝对收益	0.0	-10.58	13.13

赵湘怀 分析师

SAC 执业证书编号：S1450515060004

zhaoxh3@essence.com.cn

021-35082987

相关报告

中天金融：中融人寿快速扩张，中天国富评级上调/赵湘怀	2017-08-29
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

本报告版权属于安信证券股份有限公司。

各项声明请参见报告尾页。

财务报表预测和估值数据汇总

利润表

(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	15,386.1	19,597.0	18,617.2	25,133.2	32,673.2
减:营业成本	9,933.5	12,889.7	12,659.7	16,587.9	21,074.2
营业税费	1,530.9	1,491.2	1,675.5	2,225.1	2,773.1
销售费用	521.2	437.7	600.9	741.3	916.0
管理费用	562.8	544.2	560.6	791.4	973.3
财务费用	163.3	883.3	871.9	1,259.3	1,519.4
资产减值损失	32.6	105.1	56.3	64.7	75.4
加:公允价值变动收益	-	115.0	652.9	1,001.1	1,802.0
投资和汇兑收益	45.4	80.8	44.9	57.0	60.9
营业利润	2,687.3	3,420.0	2,890.0	4,521.7	7,204.6
加:营业外净收支	233.2	20.8	292.0	112.0	268.6
利润总额	2,920.5	3,440.8	3,182.0	4,633.7	7,473.2
减:所得税	306.2	488.0	763.7	1,158.4	1,868.3
净利润	2,606.8	2,939.4	2,413.0	3,464.1	5,586.3

资产负债表

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	8,354.9	9,654.6	1,489.4	2,010.7	2,613.9
交易性金融资产	-	4,352.6	5,005.5	6,006.6	7,808.5
应收帐款	1,589.2	3,116.1	881.7	4,487.4	2,792.9
应收票据	0.6	-	0.4	0.3	0.6
预付帐款	591.2	1,004.8	1,215.2	1,332.9	1,847.9
存货	33,011.9	33,497.9	45,016.5	52,958.4	68,346.5
其他流动资产	294.6	208.1	250.7	251.1	236.6
可供出售金融资产	923.4	4,746.0	1,933.5	2,534.3	3,071.3
持有至到期投资	-	1,165.6	388.5	518.0	690.7
长期股权投资	2,173.2	4,116.9	4,116.9	4,116.9	4,116.9
投资性房地产	245.8	236.8	236.8	236.8	236.8
固定资产	3,374.7	3,247.8	3,110.7	2,973.7	2,836.7
在建工程	-	1.6	1.6	1.6	1.6
无形资产	157.1	166.3	164.1	161.9	159.7
其他非流动资产	4,683.6	5,644.1	5,743.2	6,260.0	5,874.9
资产总额	55,400.1	71,159.3	77,554.8	83,850.7	100,635.6
短期债务	1,734.7	1,100.0	5,178.2	4,594.0	6,424.4
应付帐款	8,018.0	8,137.1	9,442.8	13,480.3	14,786.5
应付票据	1,650.0	799.0	2,158.2	1,764.8	2,872.1
其他流动负债	17,687.9	12,598.6	29,951.0	17,263.5	38,040.2
长期借款	5,869.0	16,155.4	-	18,478.2	4,721.4
其他非流动负债	7,482.4	16,792.7	8,391.6	10,888.9	12,024.4
负债总额	42,442.0	55,582.9	55,121.8	66,469.7	78,869.1
少数股东权益	342.6	664.8	669.9	680.9	699.1
股本	4,318.4	4,699.8	4,697.7	4,697.7	4,697.7
留存收益	8,254.1	10,181.6	9,063.3	12,000.4	16,367.7
股东权益	12,958.2	15,576.4	14,432.9	17,381.0	21,766.5

财务指标

(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
成长性					
营业收入增长率	35.1%	27.4%	-5.0%	35.0%	30.0%
营业利润增长率	61.4%	27.3%	-15.5%	56.5%	59.3%
净利润增长率	62.6%	12.8%	-17.9%	43.6%	61.3%
EBITDA 增长率	57.8%	49.4%	-12.6%	51.8%	49.7%
EBIT 增长率	60.7%	51.7%	-13.0%	53.7%	50.9%
NOPLAT 增长率	91.4%	44.7%	-22.6%	51.6%	50.9%
投资资本增长率	37.3%	60.5%	-32.4%	101.5%	-23.1%
净资产增长率	69.7%	20.2%	-7.3%	20.4%	25.2%
利润率					
毛利率	35.4%	34.2%	32.0%	34.0%	35.5%
营业利润率	17.5%	17.5%	15.5%	18.0%	22.1%
净利润率	16.9%	15.0%	13.0%	13.8%	17.1%
EBITDA/营业收入	19.4%	22.8%	21.0%	23.6%	27.1%
EBIT/营业收入	18.5%	22.1%	20.2%	23.0%	26.7%
运营效率					
固定资产周转天数	80	61	61	44	32
流动营业资本周转天数	294	321	306	308	299
流动资产周转天数	956	879	1,022	866	830
应收帐款周转天数	33	43	39	38	40
存货周转天数	739	611	759	702	668
总资产周转天数	1,156	1,162	1,360	1,099	1,016
投资资本周转天数	376	444	483	435	396
投资回报率					
ROE	20.7%	19.7%	17.5%	20.7%	26.5%
ROA	4.7%	4.1%	3.5%	4.1%	5.6%
ROIC	18.9%	19.9%	9.6%	21.5%	16.1%
费用率					
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%	4.7%	5.0%	4.7%
三费/营业收入	8.1%	9.5%	10.9%	11.1%	10.4%
偿债能力					
资产负债率	76.6%	78.1%	79.2%	79.3%	78.4%
负债权益比	327.5%	356.8%	381.9%	382.4%	362.3%
流动比率	1.51	2.29	1.15	1.81	1.35
速动比率	0.37	0.81	0.19	0.38	0.25
利息保障倍数	17.46	4.90	4.31	4.59	5.74
分红指标					
DPS(元)	0.20	0.20	0.15	0.24	0.37
分红比率	35.9%	32.0%	29.8%	32.6%	31.4%
股息收益率	2.7%	2.7%	2.1%	3.3%	5.1%

现金流量表

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	2,614.3	2,952.8	2,413.0	3,464.1	5,586.3
加:折旧和摊销	148.9	152.9	139.2	139.2	139.2
资产减值准备	32.6	105.1	-	-	-
公允价值变动损失	-	-115.0	652.9	1,001.1	1,802.0
财务费用	156.9	1,029.2	871.9	1,259.3	1,519.4
投资损失	-45.4	-76.2	-44.0	-55.8	-59.3
少数股东损益	7.6	13.4	5.4	11.2	18.6
营运资金的变动	-5,311.7	-1,027.5	9,438.2	-21,097.9	9,609.9
经营活动产生现金流量	-97.3	445.8	13,476.5	-15,278.9	18,616.1
投资活动产生现金流量	-4,771.4	-12,145.5	2,335.7	-2,678.0	-4,256.1
融资活动产生现金流量	8,572.9	13,595.9	-23,977.4	18,478.2	-13,756.8

业绩和估值指标

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
EPS(元)	0.55	0.63	0.51	0.74	1.19
BVPS(元)	2.69	3.17	3.33	3.55	4.48
PE(X)	13.2	11.7	14.3	10.0	6.2
PB(X)	2.7	2.3	2.2	2.1	1.6
P/FCF	7.7	3.8	-4.6	10.5	8.8
P/S	2.2	1.8	1.9	1.4	1.1
EV/EBITDA	16.3	10.6	10.5	9.9	5.0
CAGR(%)	10.0%	23.8%	14.7%	10.0%	23.8%
PEG	1.3	0.5	1.0	1.0	0.3
ROIC/WACC	2.0	2.1	1.0	2.3	1.7
REP	1.3	0.7	2.0	0.6	0.8

资料来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

■ 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
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
深圳联系人	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

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。