

内蒙古君正能源化工股份有限公司拟收购
华泰保险集团股份有限公司股权估值项目

估值报告

北京首证投资顾问有限公司

2015 年 1 月

估值报告

非银行金融

保险行业

华泰保险

合理价值： 256.82~333.94 亿元

股本数据

总股本（百万股）

4021.68

相关研究报告：

亮点分析

各项业务领先的保险集团

●寿险：行业增长迅猛。未来潜力极大

寿险行业 14 年保费增速触底反弹，未来保费收入提升有巨大空间。保险“国十条”的正式推出，为保险行业带来前所未有的广阔市场，对保险业的发展起到了巨大的推动作用。在“国十条”推动下，预计未来养老险、健康险的保费增速将进一步提升。华泰寿险的保费结构良好，按照内含价值的方法估算出集团旗下寿险业务估值为 72.82~100.04 亿元。

●财险：行业逐步触底反弹

财险市场保费收入持续高速增长，行业综合成本率基本已到高点，预计未来将进入下降趋势。保险“国十条”正式推出，为非机动车辆险业务带来新的发展机遇，财险业保费增速有望进一步提升。华泰财险保费持续增长，产品结构合理，综合成本率较低，处于业内领先水平，因此给予 80.16~96.92 亿元估值。

●资管：坚持稳健投资。具有发展空间

华泰资管立足于保险资金需求，敏锐捕捉市场投资机遇，坚持稳健投资，是市场化程度很高的保险资产管理机构。经过 9 年的建设与发展，华泰资产管理实现净资产增长 11 倍；管理资产规模增长 43 倍，具有较大的发展潜力，因此给予华泰资管 33.16~66.32 亿的估值。

●风险提示

车险费率自由化导致价格战加重，投资收益率下滑导致净资产和净利润同时下滑，以及旗下寿险公司尚在发展阶段导致收购的市盈率略高于上市公司。

●合理价值区间 256.82~333.94 亿元

我们采用分部估值法来为华泰保险集团来进行估值，根据寿险、财险、资管及其他四部分估值可计算出华泰保险集团的估值为 256.82~333.94 亿元，对应 14 年 PE 为 37.96~49.37X，对应 14 年 PB 为 2.43~3.15X，属市场合理水平。

独立性声明：

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

盈利预测和财务指标

	2011	2012	2013	2014E	2015E
营业收入(百万元)	7685	8768	9472	12435	14919
(+/-%)		14.09	11.11	27.64	19.98
净利润(百万元)	221	323	528	716	922
(+/-%)		46.11	63.40	35.66	28.74
每股收益(元)	0.09	0.11	0.13	0.17	0.22
净资产收益率(ROE)	5.11%	5.98%	5.42%	6.39%	7.44%

投资摘要

合理价值区间 256.82~333.94 亿元

我们采用分部估值法来为华泰保险集团来进行估值，根据寿险、财险、资管及其他四部分估值可计算出华泰保险集团的估值为 256.82~333.94 亿元，对应 14 年 PE 为 37.96~49.37X，对应 14 年 PB 为 2.43~3.15X，属市场合理水平。

寿险：行业未来潜力极大，公司保费结构较好

寿险行业近两年保费增速触底反弹，而保险“国十条”的正式推出，为保险行业带来前所未有的广阔市场，对保险业的发展起到了巨大的推动作用，预计未来养老险、健康险保费增速将进一步提升。华泰寿险保费结构较好，利润率较高的个险新单占比在行业中处于领先地位。

财险：行业逐步触底反弹，公司综合成本率处于领先地位

财险市场保费收入持续增长，增速保持高位。行业综合成本率基本已到高点，预计未来将进入下降趋势。华泰财险保费持续增长，产品结构合理，综合成本率较低，处于业内领先水平。

资管：坚持稳健投资。具有发展空间

华泰资产管理立足于保险资金需求，敏锐捕捉市场投资机遇，坚持稳健投资，是市场化程度很高的保险资产管理机构。经过 9 年的建设与发展，华泰资产管理实现净资产增长 11 倍；管理资产规模增长 43 倍，具有较大的发展潜力。

主要风险

- 1) 财险行业中车险费率自由化推出，导致车险价格战升级，综合成本率大幅上升。
- 2) 投资收益率下滑导致公司净利润和净资产都出现下降。
- 3) 公司旗下寿险公司尚在发展阶段，导致此次收购的市盈率高于上市公司，虽然从市净率来看，公司的估值处于合理区间，但如对比可比公司市盈率，存在估值过高的风险。

内容目录

投资摘要.....	2
内容目录.....	3
图表目录.....	4
合理价值区间：256.82~333.94 亿元.....	5
华泰保险集团简介.....	6
历史沿革.....	6
寿险：行业增长迅猛，未来潜力极大.....	9
寿险行业近两年触底反弹，保费增速不断提升.....	9
保险“国十条”推动下，预计未来养老险、健康险将推动保费增速进一步 提升.....	9
华泰寿险：保费结构好，利润率较高的个险新单占比高.....	10
给予华泰保险集团旗下寿险部分 72.82~100.04 亿元估值.....	12
财险部分：行业逐步触底反弹.....	15
财险行业近两年综合成本率已基本触底，保费增速维持高位.....	15
保险“国十条”推动下，预计财险行业保费增速进一步提升.....	16
华泰财险：综合成本率处于行业领先地位.....	16
华泰资管及其他部分.....	20
华泰资管简介.....	20
给予华泰保险集团旗下资管业务 33.16~66.32 亿元的估值.....	21
华泰保险集团旗下其它子公司简介.....	22
给予华泰保险集团旗下其他业务 70.7 亿元的估值.....	22
华泰保险集团估值为 256.82~333.94 亿元.....	22
盈利预测：14-15 年 EPS 为 0.17 和 0.22 元.....	23
核心判断的主要风险.....	1
免责条款.....	1

图表目录

图 1: 华泰保险集团估值	5
图 2: 华泰保险集团架构图	8
图 3: 国内寿险行业保费增速 (单位: 亿元)	9
图 4: “国十条”目标 (人民币, 元/人)	10
图 5: 华泰寿险近几年的净利润及净资产规模(单位: 百万元)	10
图 6: 华泰寿险近几年的保费规模及增速 (单位: 百万元)	11
图 7: 华泰寿险个险新单占比高于国寿、新华、太保	11
图 8: 华泰人寿 14 年内含价值估算	12
图 9: 华泰人寿 14 年新业务价值估算	13
图 10: A 股保险公司估值表 (截至 2014 年 12 月 31 日收盘价)	13
图 11: 华泰保险集团中寿险部分估值	14
图 12: 国内财险行业保费增速(单位: 亿元)	15
图 13: 国内财险行业综合成本率及预测	15
图 14: 华泰财险近几年的净利润及净资产规模(单位: 百万元)	16
图 15: 华泰财险市场份额排名	17
图 16: 华泰财险近几年的保费规模及增速 (单位: 百万元)	17
图 17: 华泰财险近几年产品结构(单位: 亿元)	18
图 18: 华泰财险综合成本率	18
图 19: 华泰保险集团中财险部分估值	19
图 20: 首批成立的 7 家保险资管	20
图 21: 华泰保险集团中资管部分估值	21
图 22: 华泰保险集团中估值	22
图 23: 华泰保险集团利润表预测	23
图 24: 华泰保险集团资产负债表预测	24

合理价值区间：256.82~333.94 亿元。

我们采用分部估值法，为华泰保险集团进行估值：

- 1) **寿险部分：**我们采用“内含价值+新业务价值”的方法来为华泰人寿估值，其中：评估价值 = 内含价值 + 一年新业务价值 * 新业务价值倍数，在此基础上给予华泰寿险的估值为 106.28~146.00 亿，公司持有华泰寿险的比例为 68.52%，因此公司寿险部分的估值为 72.82~100.04 亿。
- 2) **财险部分：**目前 A 股上市公司中没有纯财险公司，因此我们根据港股中国财险（2328.HK）的估值情况，给予华泰财险的估值为 2.44~2.95 倍 14PB 的估值水平，由此推算出华泰财险的估值为 80.16~96.92 亿元。考虑到公司持有华泰财险的比例为 100%，因此公司财险部分的估值为 80.16~96.92 亿元。
- 3) **资管部分：**采用公司估值与资产管理规模之比的方法对华泰资管进行估值：根据中信证券收购华夏基金以及阿里巴巴收购天弘基金时估值与资产管理规模之比例，同时考虑到股票与货币基金的比例，推算出华泰资管的估值为 40.53~81.05 亿，华泰保险集团持有华泰资管的比例为 81.82%，可计算出资管部分的估值为 33.16~66.32 亿元。
- 4) **其他部分：**预计 14 年末华泰保险集团除寿险、财险、资管之外部分的归属于母公司净资产为 47.12 亿元，考虑到华泰保险销售、保险代理及保险经纪子公司均处于成长阶段，因此给予 1.5 倍 PB，推算出这部分的估值为 70.68 亿元。

综上所述，我们可以计算出华泰保险集团的估值为 256.82~333.94 亿元，对应 14 年 PE 为 37.96~49.37X，对应 14 年 PB 为 2.43~3.15X。

此次收购的市盈率略高于上市保险公司，主要因为寿险公司在成立的最初几年尚处于发展阶段，在这一阶段利润往往较低，此后随着业务规模发展，利润逐步释放。华泰保险集团旗下的寿险公司与成立时间较久的上市保险公司相比仍处于发展阶段，因此显得市盈率略高于上市保险公司。

图 1：华泰保险集团估值

人民币，百万元	估值下限	估值上限
寿险部分	7,282	10,004
财险部分	8,016	9,692
资管部分	3,316	6,632
其他部分	7,068	7,068
合计估值	25,682	33,394
14PE	37.96	49.37
14PB	2.43	3.15

资料来源：公司数据，首证投资

华泰保险集团简介

历史沿革

华泰保险集团是一家集财险、寿险、资产管理于一体的综合性金融保险集团，自1996年成立后，经历了以下几个过程：

1、1996年8月，华泰保险成立

1996年1月22日，中国人民银行批准华泰财产保险股份有限公司筹建，筹备组办公地点设在新大都饭店。

1996年8月23日，中国人民银行批准华泰财产保险股份有限公司开业。同时华泰保险领取了中华人民共和国保险机构法人许可证。8月29日，华泰保险领取了经国家工商局批准的营业执照，获得了正式法人资格。至此，华泰保险前身华泰财产保险股份有限公司由中国建筑工程总公司、中国船舶工业总公司、中国海洋石油总公司、中国华北电力集团公司、中国华润总公司、中国远洋运输（集团）公司等63家大型企业和企业集团在北京发起设立成立，实收资本13.33亿元。

2、2002年7月，引入美国ACE保险集团作为股东并建立战略合作伙伴关系

2002年7月，安达天平再保险有限公司、安达北美洲保险控股公司及安达美国控股公司受让部分股东转让的股权成为华泰保险股东，分别持有华泰保险13,300万股、8,170万股及8,000万股股份，持股比例为10%、6.13%及6%。至此，华泰保险成为外资参股的保险公司。

3、2006年5月，股权转让

2006年5月，华润（集团）有限公司受让华润股份有限公司持有华泰保险股份3,825万股，持股比例2.87%。

4、2007年12月，增加注册资本

2007年9月19日，华泰保险召开2007年第二次临时股东大会会议，决议增加注册资本人民币5,000万元，新增注册资本由深圳国际信托投资有限责任公司认缴，变更后的注册资本为人民币13.83亿元。保监会于2007年12月29日以保监发改[2007]1681号文批准增资。

5、2010年7月，增加注册资本

2010年5月11日，华泰保险召开第五届董事会第八次会议，决议以2009年12月31日的总股本13.83亿股为基数，按照每10股送12股红股的比例向全体股东派送股票股利，共计增加股本16.596亿元。本次分配后，华泰保险注册资本金由人民币13.83亿元增加至30.426亿元，股东结构保持不变。保监会于2010年7月20日以保监发改[2010]875号文批准增资。

6、2011年9月，完成集团化改组

2010年12月8日，华泰保险集团化改组方案获得中国保监会批复（保监发改[2009]1494号），同意华泰保险更名为华泰保险控股股份有限公司并独家发起设立华泰财产保险有限公司。

2011年5月30日，经中国保监会批准，国家工商局核准，华泰财产保险股份有限公司正式更名为华泰保险控股股份有限公司，完成了集团化改组的第一步。

2011年9月20日，经中国保监会批准，国家工商局核准，华泰保险控股股份有限公司更名为华泰保险集团股份有限公司，华泰保险集团化改组完成。

7、2013年3月，定向增发增加注册资本

2013年2月，根据华泰保险2012年第五次临时股东大会1号决议，华泰保险增加注册资本人民币92,592.069万元。

本次增资已获得保监会保监发改[2013]31号《关于华泰保险集团股份有限公司变更注册资本的批复》的批准，并由普华永道中天会计师事务所有限公司北京分所出具了普华永道中天北京验字（2013）第014号验资报告。

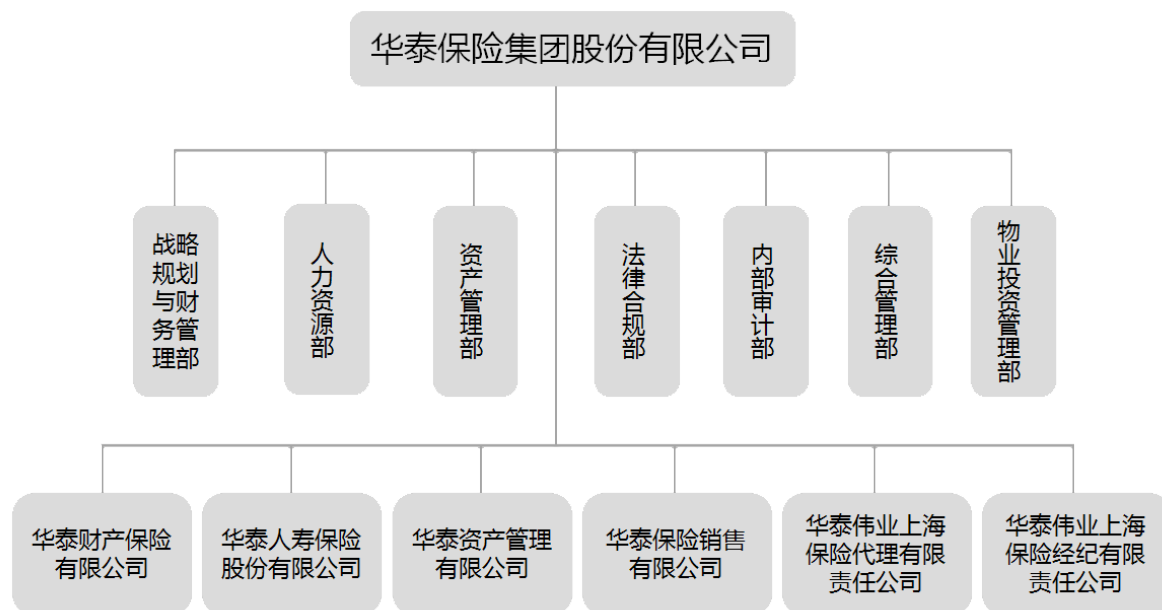
2013年3月5日，华泰保险完成工商变更，注册资本金由30.426亿元增加为39.6852069亿元。

8、2013年12月，增加注册资本

2013年8月，根据华泰保险2013年第一次临时股东大会3号决议，华泰保险增加注册资本人民币5,316.7932万元。

2013年10月，本次增资获得保监会保监发改[2013]367号《关于华泰保险集团股份有限公司变更注册资本的批复》的批准，并由立信会计师事务所（特殊普通合伙）出具了信会师报字[2013]第230041号验资报告，变更后华泰保险注册资本为人民币402,168.8622万元，已办理相关工商变更手续。

图 2：华泰保险集团架构图



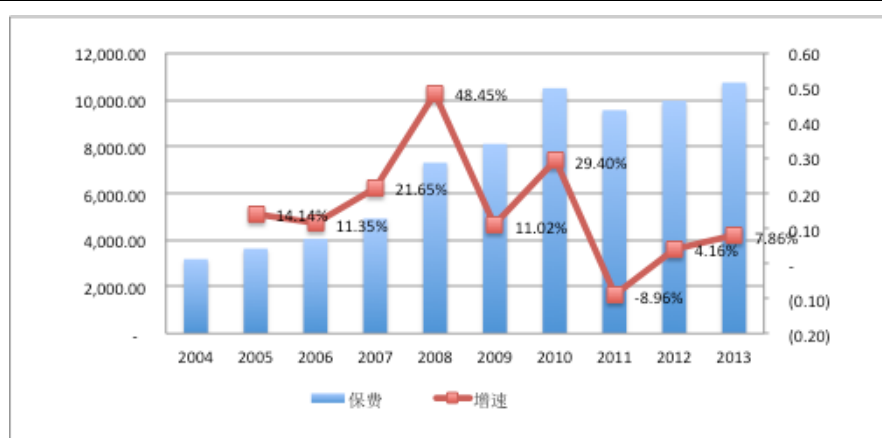
资料来源：公司数据、首证投资

寿险：行业增长迅猛，未来潜力极大

寿险行业近两年触底反弹，保费增速不断提升

寿险行业近年来蓬勃发展，保费增速不断提升。2013 年中国寿险市场的原保险保费收入达人民币 10740.93 亿元，保费增速 7.86%。寿险公司总资产 68250.07 亿元，较年初增长 11.9%。2004 年至 2013 年间，中国寿险市场原保险保费收入的年均复合增长率达到 14.46%，近两年增速触底反弹，逐步回升，未来保费收入提升有巨大空间。

图 3：国内寿险行业保费增速（单位：亿元）



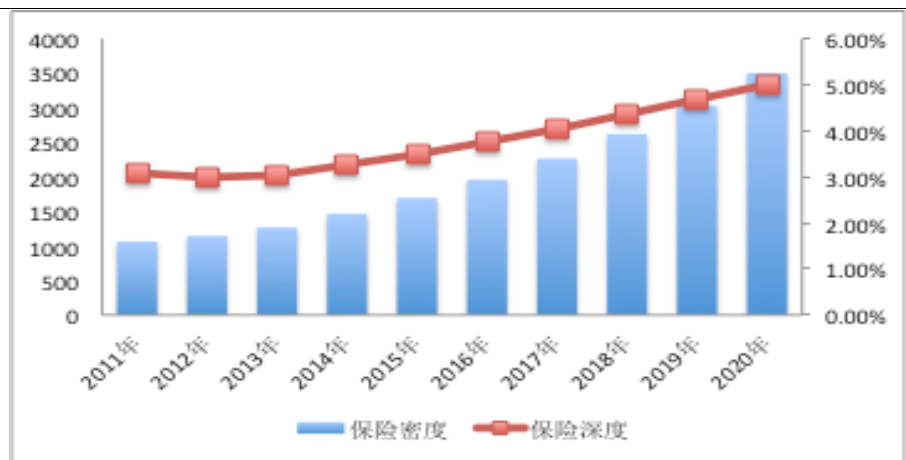
资料来源：保监会，首证投资

保险“国十条”推动下，预计未来养老险、健康险将推动保费增速进一步提升

2014 年 8 月，保险“国十条”正式推出，为保险行业带来前所未有的广阔市场，对保险业的发展起到了巨大的推动作用。“国十条”指出发展目标：到 2020 年，基本建成保障全面、功能完善、安全稳健、诚信规范，具有较强服务能力、创新能力和国际竞争力，与我国经济社会发展需求相适应的现代保险服务业，努力由保险大国向保险强国转变，保险深度要达到 5%，保险密度要达到 3500 元/人。由此可估算出在 GDP 保持 7% 增速下，2014 年~2020 年的年平均行业保费增速将高达约 15%，远高于此前三年仅个位数的保费增速。

同时“国十条”提出“完善健康保险有关税收政策，适时开展个人税收递延型商业养老保险试点”，随着城镇化和老龄化的继续，将进入养老险、健康险的发展春天，保费增速将进一步提升。

图 4：“国十条”目标（人民币，元/人）



资料来源：保监会，首证投资

华泰寿险：保费结构好，利润率较高的个险新单占比高

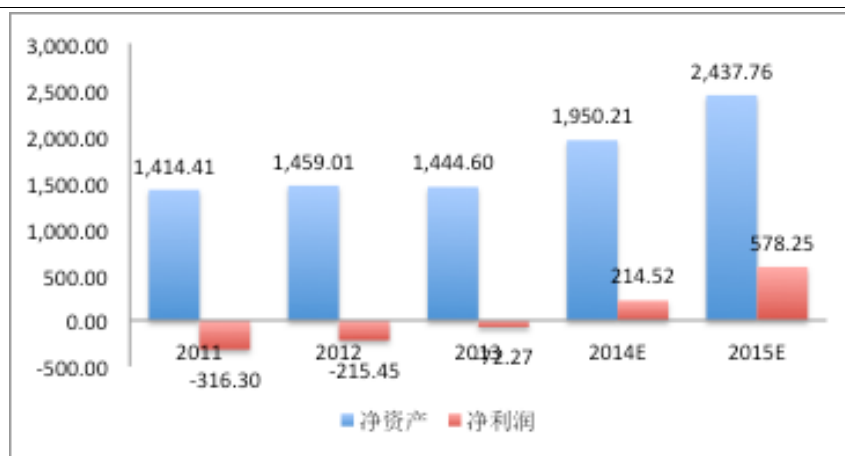
华泰保险的寿险业务主要由子公司华泰人寿运营。华泰人寿成立于 2005 年，是华泰保险集团旗下一家全国性寿险公司，其主要股东还包括美国安达集团（ACE Group）等知名企业。

华泰人寿总部设在北京，目前已经在全国 10 多个省市开设了 300 余家分支机构和营业网点。华泰人寿注册资本为 27.325 亿元，华泰保险集团持股比例为 68.52%。

华泰人寿的经营范围覆盖传统寿险、意外险、健康等业务，产品设计坚持以市场需求为导向，体现客户权益；产品体系日臻完善，为客户提供了全面和个性化的保障和理财服务。

截至 2013 年末，华泰人寿总资产达到 186.96 亿元，扣除回购金融资产后总数为 179.10 亿元，较年初增长 4.3%。净资产 14.45 亿元，净利润-0.72 亿元。

图 5：华泰寿险近几年的净利润及净资产规模(单位：百万元)

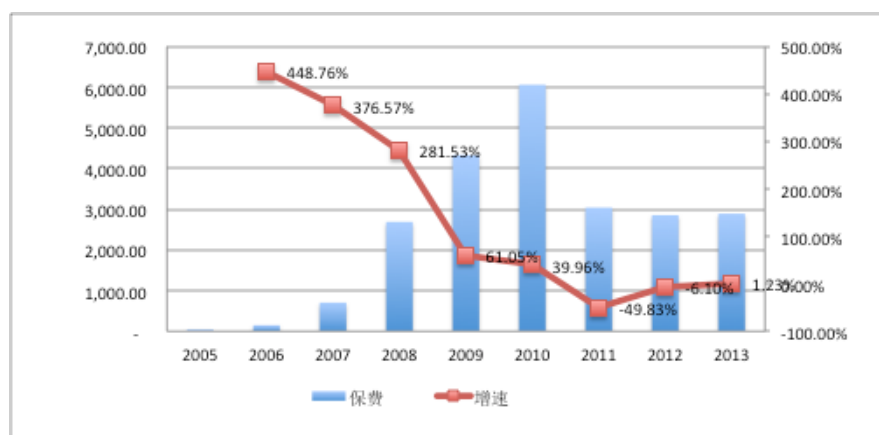


资料来源：公司数据、保监会，首证投资

2013 年华泰人寿保费收入 28.9 亿元, 同比增长 1.23%, 市场份额为 0.27%。其中:

- 1) 银保渠道实现 14.74 亿收入, 个险渠道实现 12.94 亿, 团险渠道实现 0.74 亿收入。
- 2) 2013 年新单标准保费收入为 6.79 亿元, 其中个险渠道新单标准保费收入 3.86 亿元, 同比增长 7.3%; 银保渠道累计实现新单标准保费 1.58 亿元, 同比下降 38.6%; 团险渠道累计实现标准保费 1.24 亿元, 同比增长 5.7%; 多元化渠道实现标准保费 1,136 万元。

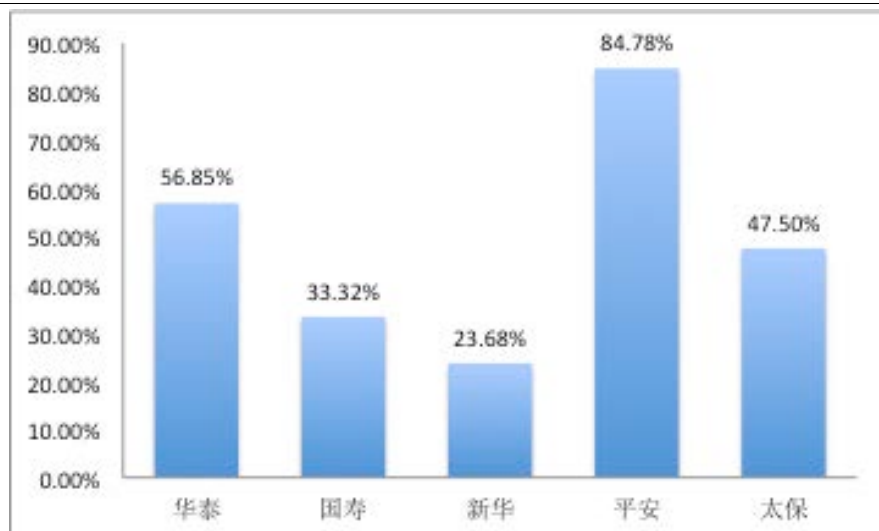
图 6: 华泰寿险近几年的保费规模及增速 (单位: 百万元)



资料来源: 公司数据, 首证投资

华泰寿险的渠道结构较好: 新单保费中利润率较高的个险渠道新单保费占比高达 56.8%, 高于上市保险公司中中国太保 (47.5%)、中国人寿 (33.3%) 和新华保险 (23.7%), 仅次于中国平安 (84.8%)

图 7: 华泰寿险个险新单占比高于国寿、新华、太保



资料来源: 公司数据, 首证投资

给予华泰保险集团旗下寿险部分 72.82~100.04 亿元估值

我们采用“内含价值+新业务价值”的方法来为华泰人寿估值，其中：

评估价值 = 内含价值 + 一年新业务价值 * 新业务价值倍数

首先测算内含价值，内含价值包括两部分：

- 1) 有效业务价值：我们利用上市保险公司“有效业务价值/寿险责任准备金”这个比例，来估算华泰人寿有效业务价值，考虑到上市保险公司中新华保险产品为英式分红体系，与华泰人寿和其他上市公司的美式分红体系均不同，因此我们采用另外三家公司的平均值来估算这个比例。
- 2) 调整后净资产：我们利用上市保险公司“调整后净资产/寿险净资产”这个比例，来估算华泰人寿调整后净资产。
- 3) 最终估算出华泰人寿 14 年内含价值约为 40.07 亿元。

图 8：华泰人寿 14 年内含价值估算

华泰人寿内含价值预测	人民币，百万元
中国人寿13年有效业务价值/寿险责任准备金	15.7%
中国平安13年有效业务价值/寿险责任准备金	22.4%
中国太保13年有效业务价值/寿险责任准备金	12.6%
新华保险13年有效业务价值/寿险责任准备金	8.3%
预计华泰人寿13年有效业务价值/寿险责任准备金	16.9%
华泰人寿13年寿险责任准备金	12,054
预计华泰人寿13年有效业务价值	2,040
中国人寿13年调整后净资产/寿险净资产	48.8%
中国平安13年调整后净资产/寿险净资产	79.0%
中国太保13年调整后净资产/寿险净资产	86.8%
新华保险13年调整后净资产/寿险净资产	74.0%
预计华泰人寿13年调整后净资产/寿险净资产	72.1%
华泰人寿13年净资产	1,445
预计华泰人寿13年调整后净资产	1,042
预计华泰人寿13年内含价值	3,083
预计华泰人寿14年内含价值	4,007

资料来源：公司数据，首证投资

再测算一年新业务价值，我们利用上市保险公司“一年新业务价值/新单标准保费”这个比例，来估算华泰人寿一年新业务价值，此前已提到华泰人寿保费结构较好，利润率较高的个险新单占比仅次于平安，高于太保、国寿和新华，因此我们采用30%来估算这个比例。最终估算出华泰人寿 14 年新业务价值约为 2.65 亿元。

图 9: 华泰人寿 14 年新业务价值估算

华泰人寿新业务价值预测	人民币, 百万元
中国人寿13年新业务价值/新单标准保费	15.7%
中国平安13年新业务价值/新单标准保费	38.6%
中国太保13年新业务价值/新单标准保费	22.1%
新华保险13年新业务价值/新单标准保费	12.8%
预计华泰人寿13年新业务价值/新单标准保费	30.0%
华泰人寿13年新单标准保费	679
预计华泰人寿13年新业务价值	204
预计华泰人寿14年新业务价值	265

资料来源: 公司数据, 首证投资

我们根据 wind 一致预期计算出四家上市保险公司的 EPS 和 BPS, 并由此估算出上市保险公司的每股内含价值和每股新业务价值, 进一步推算出估值表。

根据目前 A 股纯寿险上市公司中国人寿 (23.4 倍 14 年新业务价值倍数) 和新华保险 (15.0 倍 14 年新业务价值倍数) 的估值情况, 以及考虑到华泰人寿目前还处于发展阶段, 未来增速将高于中国人寿和新华保险, 因此我们给予华泰寿险的 14 年新业务价值倍数为 25~40 倍, 在此基础上给予华泰寿险的估值为 106.3~146.0 亿, 考虑到公司持有华泰寿险的比例为 68.52%, 因此公司寿险部分的估值为 72.8~100.0 亿元。

图 10: A 股保险公司估值表 (截至 2014 年 12 月 31 日收盘价)

证券简称 A股	价格 人民币	2012	P/EV 2013	2014E	2012	VNBX 2013	2014E
中国平安-A	74.71	2.07	1.79	1.50	19.20	14.41	9.82
中国人寿-A	34.15	2.86	2.82	2.25	30.13	29.25	23.41
新华保险-A	49.56	2.72	2.40	1.85	23.43	21.30	15.02
中国太保-A	32.30	2.16	2.03	1.73	22.30	19.78	13.70
证券简称 A股	价格 人民币	2012	P/E 2013	2014E	2012	P/B 2013	2014E
中国平安-A	74.71	29.50	20.97	16.90	3.71	3.24	2.85
中国人寿-A	34.15	87.27	38.98	30.49	4.37	4.38	3.60
新华保险-A	49.56	52.72	34.97	21.00	4.31	3.93	3.21
中国太保-A	32.30	57.65	31.61	25.43	3.04	2.96	2.75

资料来源: wind、公司数据、首证投资。其中 2014 年的利润预测值来源于 wind 资讯。

图 11：华泰保险集团中寿险部分估值

华泰保险集团中寿险部分估值	人民币，百万元
华泰寿险14年预计内含价值	4,007
华泰寿险14年预计新业务价值	265
中国人寿14年新业务价值倍数	23.41
新华保险14年新业务价值倍数	15.02
华泰人寿14年新业务价值倍数上限	40.00
华泰人寿14年新业务价值倍数下限	25.00
华泰寿险估值上限	14,600
华泰寿险估值下限	10,628
华泰保险集团持有华泰寿险的比例	68.52%
华泰保险集团中寿险部分估值上限	10,004
华泰保险集团中寿险部分估值下限	7,282

资料来源：公司数据，首证投资

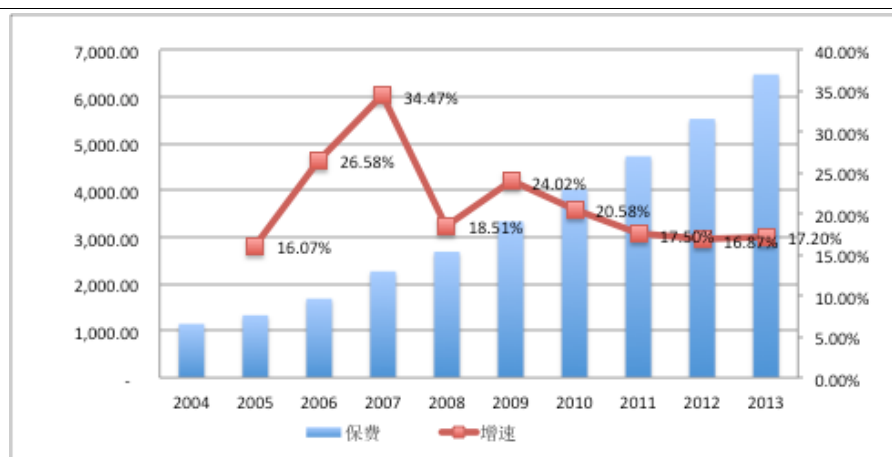
财险部分：行业逐步触底反弹

财险行业近两年综合成本率已基本触底，保费增速维持高位

2013 年中国产险市场的原保险保费收入达人民币 6481.16 亿元，同比增长 17.2%，保持高速增长；产险公司总资产 10,941.45 亿元，较年初增长 15.45%。

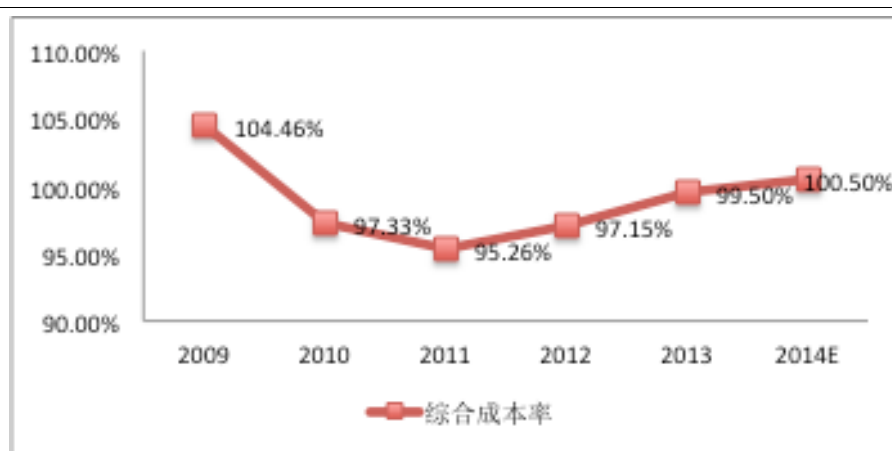
尽管自 2011 年后，财险综合成本率逐步进入上行周期，但进入 2014 年后，行业综合成本率已逼近 100%，车险价格战的势头逐渐减弱，各家财险公司不约而同地开始将综合成本率的重要性提升到保费规模以上，这导致行业综合成本率的提升幅度明显减缓。预计 2014 年行业整体综合成本率将高于 100%，这将进一步减缓车险价格战的趋势。预计未来在平稳的综合成本率和高位的保费收入增长下，财险行业具有较大的发展潜力。

图 12：国内财险行业保费增速(单位：亿元)



资料来源：保监会，首证投资

图 13：国内财险行业综合成本率及预测



资料来源：保监会，首证投资

保险“国十条”推动下，预计财险行业保费增速进一步提升

2014年8月，保险“国十条”正式推出，非机动车辆险业务或迎来新的发展机遇。“新国十条”强调保险在社会风险防范和损失补偿中的作用，引导大力发展企财险、家财险、工程险、责任险、农业险及意外伤害保险等非机动车辆险业务。而小额贷款保险、租房保险、食品安全保险等新产品的出现，为非机动车辆险业务带来新的发展机遇，财险业保费增速有望进一步提升。

华泰财险：综合成本率处于行业领先地位

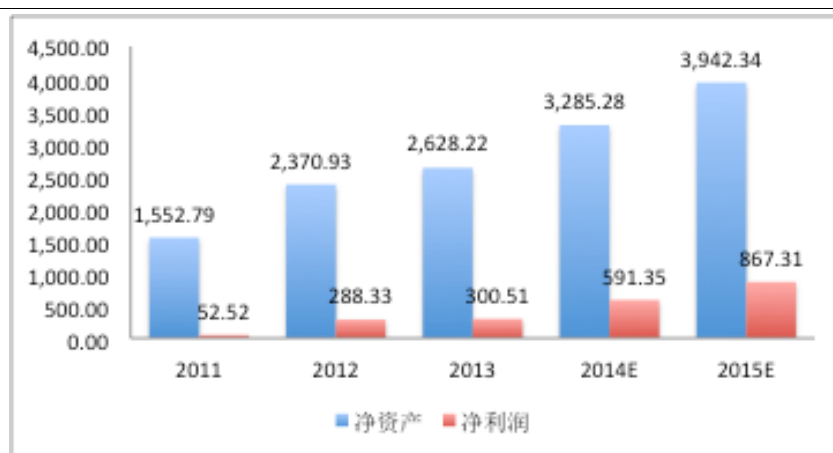
华泰保险的财险业务主要由子公司华泰财险运营。2011年7月，华泰财险经中国保监会批准注册成立，注册资本金15亿元人民币，注册地为上海。华泰财险成立后承接了华泰保险集团的财产险、责任险业务与机构网络，目前在全国百余座城市设有分支机构，经营范围涵盖财产损失险、责任险、水险、意外伤害险、健康险等保险业务。

华泰财险将全面落实“专属代理人（EA）、经纪重客、电子商务”三大主渠道发展战略，追求“专注、专业、效能”，持续提升管理能力，降低经营成本，打造差异化竞争优势。

2012年12月24日，华泰财险股东华泰保险为加强财险业务，以货币资金方式出资人民币5亿元，将华泰财险注册资本由人民币15亿元增加至人民币20亿元。2013年6月18日，华泰财险注册资本由20亿元增加至人民币30亿元。

截至2013年底，华泰财险总资产达128.10亿元，净资产达26.28亿元。全年累计实现净利润3.01亿元。

图 14：华泰财险近几年的净利润及净资产规模(单位：百万元)



资料来源：保监会，首证投资

2013年度，华泰财险累计实现原保险保费收入64.48亿元，同比增长15.31%，占据财险市场约1%的份额，位列行业第15名。其中：车险实现保费收入35.06亿元，同比增长2.33%；商险实现保费收入18.16亿元，同比增长13.4%；个险实现保费收入

11.26 亿元,同比增长 99.62%。

图 15: 华泰财险市场份额排名

排序	公司	保费(亿元)	市场份额
1	人保股份	2,230.05	34.41%
2	平安财	1,153.65	17.80%
3	太保财	816.13	12.59%
4	国寿财产	318.49	4.91%
5	中华联合	297.12	4.58%
6	大地财产	198.46	3.06%
7	阳光财产	165.98	2.56%
8	出口信用	140.31	2.16%
9	太平保险	108.00	1.67%
10	天安	99.51	1.54%
11	永安	74.79	1.15%
12	英大财产	66.77	1.03%
13	华安	65.86	1.02%
14	安邦	65.00	1.00%
15	华泰	64.48	0.99%
16	永诚	54.96	0.85%
17	中银保险	50.99	0.79%
18	天平车险	50.06	0.77%
19	都邦	33.74	0.52%
20	浙商财产	30.62	0.47%

资料来源: 公司数据、保监会、首证投资

图 16: 华泰财险近几年的保费规模及增速 (单位: 百万元)



资料来源: 公司数据、保监会、首证投资

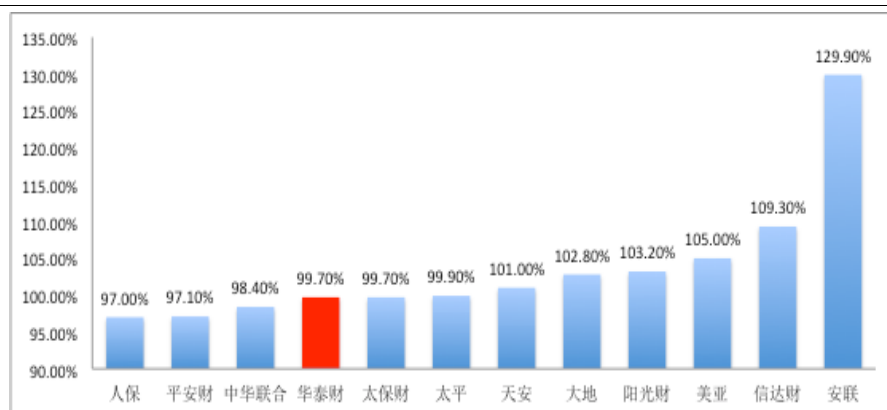
图 17: 华泰财险近几年产品结构(单位: 亿元)



资料来源: 公司数据, 首证投资

华泰财险 2013 年的综合成本率为 99.7%，在财险行业中处于领先水平：低于大地、阳光等多数规模相仿的财险公司的综合成本率。

图 18: 华泰财险综合成本率



资料来源: 公司数据, 首证投资

目前 A 股上市公司中没有纯财险公司，因此我们根据港股中国财险（2328.HK）的估值情况，给予华泰财险的估值为 2.44~2.95 倍 14PB 的估值水平，由此推算出华泰财险的估值为 80.16~96.92 亿元。考虑到公司持有华泰财险的比例为 100%，因此公司财险部分的估值为 80.16~96.92 亿元。

图 19: 华泰保险集团中财险部分估值

华泰保险集团中财险部分估值	人民币, 百万元
华泰财险 14 年预计净资产	3,285
人保财险 14PB 估值高点	2.95
人保财险 14PB 估值低点	2.44
华泰财险估值上限	9,692
华泰财险估值下限	8,016
华泰保险集团持有华泰财险的比例	100.00%
华泰保险集团中财险部分估值上限	9,692
华泰保险集团中财险部分估值下限	8,016

资料来源: 保监会, 公司数据、首证投资

华泰资管及其他部分

华泰资管简介

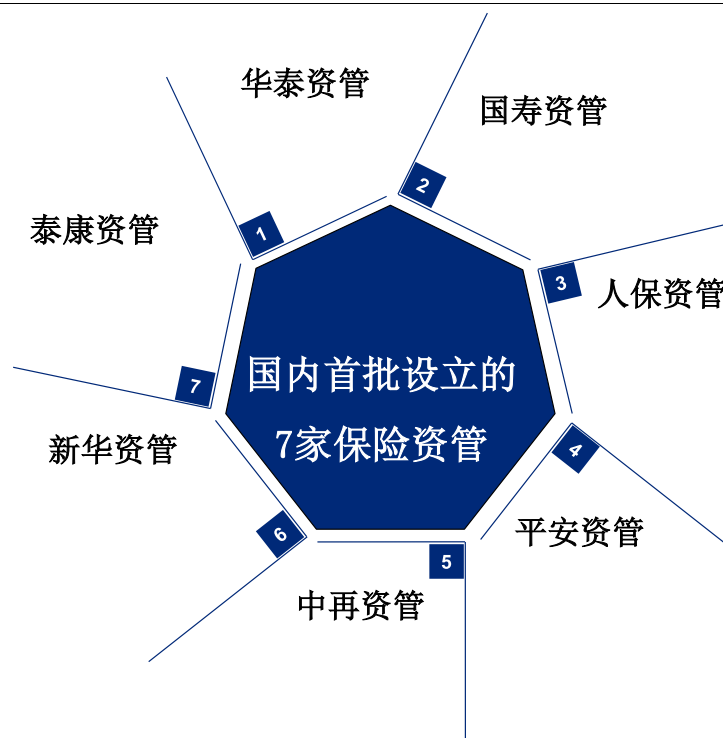
华泰保险的资产管理业务主要由华泰资管运营。华泰资管成立于 2005 年，是中国保监会首批批准设立的保险资产管理公司之一。华泰资产管理自成立以来，在投资管理上立足于保险资金需求，敏锐捕捉市场投资机遇，坚持稳健投资，为保险资金的保值增值做出努力和贡献；在客户服务上，一方面服务集团发展战略，一方面努力开拓第三方机构客户市场，成为市场化程度很高的保险资产管理机构。华泰资产管理注册资本为 6.006 亿元，华泰保险集团持股比例为 81.82%。

2005 年 1 月，经中国保监会批准、上海市工商局核准，华泰资产管理公司正式成立，成为全国第三家保险资产管理公司。国内首批获准筹建保险资产管理公司的有 7 家保险公司，分别是：中国人保、中国人寿、中国再保险、华泰财险、新华、泰康、平安。华泰财险下设立的华泰资管作为其中之一，拥有悠久的历史和丰富的经营管理经验。

经过 9 年的建设与发展，华泰资产管理实现净资产增长 11 倍；管理资产规模增长 43 倍；客户增至 109 家，覆盖 40% 以上的保险公司。同时，华泰资产管理签约企业年金客户 20 家，成为多家银行和 QFII 的投资顾问。

华泰资管 2013 年实现净利润 2.42 亿元，净资产达到 12.77 亿元，自成立以来初始投资年均回报率达 130.58%。

图 20：首批成立的 7 家保险资管



资料来源：公司数据、保监会、首证投资

给予华泰保险集团旗下资管业务 33.16~66.32 亿元的估值

我们采用公司估值与资产管理规模之比的方法来为华泰资管进行估值：

此前中信证券收购华夏基金时估值与资产管理规模之比例为 6.9%，阿里巴巴收购天弘基金时比例为 1.2%。考虑到股票与货币基金的比例，我们将比例下限设为 2%，并以二者的平均水平 4%作为上限。而华泰资管 2013 年的资产管理规模已经达到 1689 亿，预计 2014 年仍将继续保持高速增长。因此推算出华泰资管的估值为 40.53~81.05 亿，考虑到华泰保险集团持有华泰资管的比例为 81.82%，可计算出华泰保险集团中资管部分的估值为 33.16~66.32 亿元。

图 21：华泰保险集团中资管部分估值

华泰保险集团中资管部分估值	人民币，百万元
华泰资管14年预计资产管理规模	202,625
估值/规模比例上限	0.04
估值/规模比例下限	0.02
华泰资管估值上限	8,105
华泰资管估值下限	4,053
华泰保险集团持有华泰资管的比例	81.82%
华泰保险集团中资管部分估值上限	6,632
华泰保险集团中资管部分估值下限	3,316

资料来源：wind、公司数据，首证投资

华泰保险集团旗下其它子公司简介

1. 华泰保险销售有限公司

华泰保险销售有限公司于 2011 年 4 月 19 日成立于上海，注册资本 5,000.0 万人民币，在全国区域内（港、澳、台除外）代理销售保险产品，代理收取保险费，代理相关保险业务的损失勘察和理赔及从事中国保监会批准的其他业务（凭许可证经营）。

2. 华泰伟业上海保险代理有限公司

华泰伟业上海保险代理有限公司于 2011 年 5 月 10 日成立于上海，注册资本 200.0 万人民币，在上海市行政辖区内代理销售保险产品，代理收取保险费，代理相关保险业务的损失勘查和理赔及从事中国保监会批准的其他业务（凭许可证经营）。

3. 华泰伟业上海保险经纪有限责任公司

华泰伟业上海保险经纪有限责任公司于 2011 年 10 月 11 日成立于上海，注册资本 1,000.0 万人民币，在全国区域内（港、澳、台除外）为投保人拟定投保方案、选择保险人、办理投保手续，协助被保险人或受益人进行索赔，再保险经纪业务，为委托人提供防灾、防损或风险评估、风险管理咨询服务及从事中国保监会批准的其他业务。

给予华泰保险集团旗下其他业务 70.7 亿元的估值

预计 14 年末华泰保险集团除寿险、财险、资管之外部分的归属于母公司净资产为 47.1 亿元，考虑到华泰保险销售、保险代理及保险经纪子公司均处于成长阶段，因此给予 1.5 倍 PB，推算出这部分的估值为 70.68 亿元。

华泰保险集团估值为 256.82~333.94 亿元

综上所述，我们可以计算出华泰保险集团的估值为 256.82~333.94 亿元，具体如下图：

图 22：华泰保险集团估值

人民币，百万元	估值下限	估值上限
寿险部分	7,282	10,004
财险部分	8,016	9,692
资管部分	3,316	6,632
其他部分	7,068	7,068
合计估值	25,682	33,394

资料来源：公司数据，首证投资

盈利预测：14-15 年 EPS 为 0.17 和 0.22 元

华泰寿险及财险近两年保费增速较高，考虑到 14 年股债双牛，预计公司投资收益将大幅提升，推动净利润和净资产显著上涨，我们预测公司 14-15 年 EPS 分别为 0.17 和 0.22 元。

图 23：华泰保险集团利润表预测

单位：百万元	2011	2012	2013	2014E	2015E
一、营业收入	7,685	8,768	9,742	12,435	14,919
已赚保费	6,581	7,258	8,061	10,322	12,527
保险业务收入	7,914	8,577	9,384	11,730	14,075
其中：分保费收入	73	128	44	53	63
减：分出保费	-1,050	-1,151	-1,376	-1,514	-1,665
提取未到期责任准备金	-283	-169	53	53	53
投资收益	769	1,207	1,204	1,505	1,656
公允价值变动收益/(损失)	5	-54	70	99	123
汇兑收益(损失)/收益	-24	2	-29	-13	-13
其他业务收入	353	355	435	522	627
二、营业支出	-7,461	-8,399	-9,220	-11,720	-13,994
赔付支出	-1,796	-2,699	-3,619	-4,886	-5,863
减：摊回赔付支出	251	345	526	632	758
提取保险责任准备金	-2,441	-2,075	-1,683	-2,272	-2,726
减：摊回保险责任准备金	-65	222	81	97	117
分保费用	-14	-30	-7	-9	-11
退保金	-279	-618	-954	-1,145	-1,374
保单红利支出	-131	-131	-177	-213	-255
营业税金及附加	-291	-340	-392	-392	-392
手续费及佣金支出	-906	-1,055	-1,054	-1,054	-1,054
业务及管理费	-1,972	-2,212	-2,260	-2,780	-3,475
减：摊回分保费用	367	444	510	510	510
其他业务成本	-176	-157	-179	-197	-217
资产减值损失	-10	-93	-11	-11	-11
三、营业利润	225	369	522	714	925
加：营业外收入	11	9	33	36	40
减：营业外支出	-2	-3	-5	-6	-7
四、利润总额	233	375	549	745	959
减：所得税费用	-12	-51	-21	-28	-36
五、净利润	221	323	528	716	922
归属于母公司股东的净利润	257	330	499	676	871
少数股东利润/(损失)	-36	-7	29	40	51

资料来源：公司数据、首证投资

图 24：华泰保险集团资产负债表预测

单位：百万元	2011	2012	2013	2014E	2015E
资产					
货币资金	1,225	6,284	2,109	2,474	2,878
交易性金融资产	389	1,446	861	1,010	1,175
买入返售金融资产	-	-	2,491	2,922	3,399
应收利息	375	377	381	447	520
应收保费	314	306	449	527	613
应收代位追偿款	0	14	2	3	3
应收分保账款	432	514	760	891	1,037
应收分保未到期责任准备金	336	339	398	467	543
应收分保未决赔款准备金	406	628	706	828	963
应收分保寿险责任准备金	1	1	2	2	3
应收分保长期健康险责任准备金	3	5	8	9	11
保户质押贷款	99	112	170	199	232
定期存款	4,165	4,916	4,977	5,838	6,792
可供出售金融资产	9,972	8,908	7,034	8,251	9,599
持有至到期投资	3,804	4,071	3,888	4,561	5,306
应收款项投资	2,769	3,621	5,749	6,744	7,845
存出资本保证金	1,211	873	907	1,063	1,237
投资性房地产	484	469	454	533	620
固定资产	446	518	618	725	843
无形资产	82	81	82	96	112
独立账户资产	4,436	4,297	2,677	3,140	3,653
递延所得税资产	85	96	98	116	134
其他资产	521	648	1,728	2,027	2,358
资产总计	31,555	38,526	36,548	42,874	49,875
负债					
卖出回购金融资产	3,479	3,783	1,108	1,308	1,548
预收保费	228	263	230	272	322
应付手续费及佣金	102	144	169	200	237
应付分保账款	617	741	1,027	1,212	1,435
应付职工薪酬	384	468	484	571	676
应付保单红利	230	339	478	565	669
应交税费	57	78	62	74	87
应付赔付款	73	105	166	196	232
保户储金及投资款	3,072	2,739	2,375	2,805	3,320
未到期责任准备金	2,272	2,444	2,450	2,893	3,425
未决赔款准备金	1,639	2,068	2,424	2,862	3,388
寿险责任准备金	9,084	10,723	12,022	14,197	16,807
长期健康险责任准备金	16	23	32	37	44
应付债券	0	700	700	827	979
独立账户负债	4,436	4,297	2,677	3,161	3,742
递延所得税负债	39	21	16	19	23
其他负债	337	3,589	427	504	597
负债合计	26,067	32,525	26,846	31,703	37,531
股东权益					
股本	3,002	3,002	3,981	3,981	3,981
资本公积	299	441	2,648	3,049	3,370
盈余公积	544	547	574	574	574
一般风险准备	298	298	298	298	298
未分配利润	896	1,222	1,694	2,685	3,477
外币报表折算差额	-1	-1	-1	-1	-1
归属于母公司股东权益合计	5,038	5,510	9,195	10,587	11,699
少数股东权益	450	492	507	584	645
股东权益合计	5,489	6,001	9,702	11,171	12,344
负债及股东权益总计	31,555	38,526	36,548	42,874	49,875

资料来源：公司数据、首证投资

核心判断的主要风险

- 1、财险行业中车险费率自由化推出，导致车险价格战升级，综合成本率大幅上升。
- 2、投资收益率下滑导致公司净利润和净资产都出现下降。
- 3、公司旗下寿险公司尚在发展阶段，导致此次收购的市盈率略高于上市公司。

免责条款

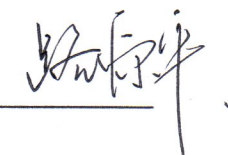
本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本报告版权归首证投资所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。

其他声明

本报告信息在估值基准日（2014 年 12 月 31 日）后 12 个月内有效。

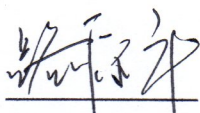
(本页无正文, 为《北京首证投资顾问有限公司关于华泰保险集团股份有限公司估值报告》签字页)

负责人签名: _____

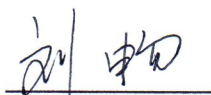


路原平

经办人员签名: _____



路原平



刘 畅

北京首证投资顾问有限公司



2015年 1月 5日