



中国再保险：中国再保龙头，金融控股巨头

评级： 买入

目标价格： 4.1 元

现价 (2016 年 1 月 4 日) : 2.32 元
报告日期： 2016-01-05

■**公司概况**：作为中国本土唯一的再保险集团，长期以来引领中国再保险市场，在中国再保险市场中占据主导地位。

■**公司业务结构及收入来源**：公司业务主要包括四大部分，分别是财产再保险、人身再保险、财产险直保以及资产管理，其中财产再保险业务和人身再保险业务是主要的收入贡献来源和利润贡献来源，2014 年两者收入贡献占比达到 70.8%，利润贡献占比达到 65%。

■投资亮点：

(1) **中再集团作为副部级，有多个第一**：①中再集团是国内唯一的本土再保险集团，保费规模亚洲第一，全球第八；②旗下中再产险是国内业务规模最大的财产再保险公司；③旗下中再寿险是国内唯一一家专门经营人身再保险业务的中国公司，市场份额长期处于第一；

(2) **国内再保险市场空间巨大**：①我国直保分出比率较低，未来空间大；②直保市场未来高速发展；居民财富结构转型催化保险需求；人口结构变化产生保险刚需；新技术崛起改变行业生态；互联网保险增强保险意识；

(3) **财务表现持续向上，未来上升空间较大**：总保费、总资产、净利润、净资产 2012 年至 2014 年复合年增长率分别达到 11.5%、13.2%、53.7%、11.1%，随着国内再保市场规模的扩大，未来财务表现有望进一步提升。

(4) **依托再保，覆盖全产业链**：①再保业务在国内绝对的龙头地位，国际业务经验丰富；②大地财产保险产品线丰富，2012 年至 2014 年保费复合年增长率达到 11%；③资管业务投资收益超越同业，资产规模占比超过 30%。

■**投资建议**：我们预计公司 2015 年-2017 年 EPS 分别为 0.21 元、0.30 元、0.44 元，给予 6 个月目标价 4.1 元。

■**风险提示**：业务发展不达预期，行业发展低于预期

摘要(亿元)	2013A	2014A	2015E	2016E
保费收入	674	738	922	1,134
净利润	33.96	54.76	839	1,032
每股收益 (元)	0.09	0.15	0.21	0.30
盈利和估值	2013A	2014A	2015E	2016E
每股净资产 (元)	1.26	1.50	1.72	2.27
市净率(倍)	1.57	1.32	1.15	0.87
市盈率(倍)	22.00	13.20	9.40	6.51
净资产收益率	7.40%	10.02%	12.26%	13.42%

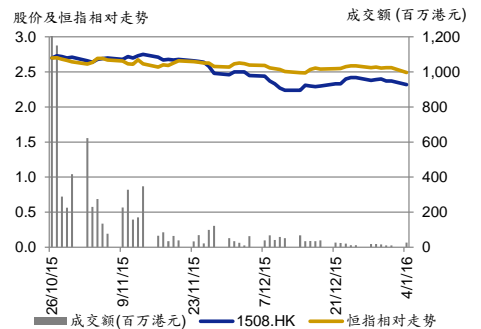
数据来源：Wind 资讯，安信国际预测

总市值(百万港元)	97,781.67
H 股市值(百万港元)	15,496.25
总股本(百万股)	42,147.27
H 股股本(百万股)	6,679.42
12 个月低/高(港元)	2.16/2.81

股东结构

中央汇金投资有限责任公司	71.56%
其他	28.44%

股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	-0.60	NA	NA
绝对收益	-5.31	NA	NA

数据来源：彭博、港交所、公司

赵湘怀 金融首席分析师
021-68766182 zhaohx3@essence.com.cn

1. 中再集团概述

1.1. 中再集团概况

中再集团是中国目前唯一的本土再保险集团，根据 A.M.Best 的数据，以 2013 年再保险保费规模计算，中再集团是亚洲最大、全球第八大再保险集团。作为中国本土唯一的再保险集团，长期以来引领中国再保险市场，在中国再保险市场中占据主导地位，并与绝大多数国内保险公司建立了长期密切的业务往来，拥有深厚的客户基础。

1.2. 中再集团的历史主线

中再集团是我国再保险行业发展历史的创造者和见证者。中再集团成立于 1949 年 10 月，前身是中国人民保险公司，当时是国内唯一一家开展再保险业务的公司。1996 年 2 月，中国人民保险公司改组成为中国人民保险（集团）公司，中保再保险有限公司（中再集团前身）在中国人民保险（集团）公司的再保险部门的基础上成立，从此结束了建国以来无专业再保险公司的历史。1995 年，《保险法》出台，以法律形式确定法定分保和商业分保国内优先分保制度，法定分保比例为 20%，取消了禁止向国外分出的规定。1998 年，中国人民保险（集团）公司进行重组，中保再保险有限公司成为一级法人，1999 年，中保再保险有限公司改组成为中国再保险公司，同年伦敦代表处成立，开始开拓海外业务。2003 年，中国再保险公司实施股份制改革，并于 2003 年 8 月 18 日正式更名为中国再保险（集团）公司。2006 年，按照加入世贸的承诺，法定分保的比例自 2003 年起逐年递减 5% 直到 2006 年 1 月 1 日完全取消。

在过去几十年中，中再集团的发展历程反映了国内再保险业务发展的轨迹，随着近年来国家政策的推动，未来国内再保险市场规模也将会得到大幅的扩张。2006 年，开始我国再保险市场正式进入商业化阶段，但修订的保险法中仍然保有国内再保险“优先境内分保”条款。2010 年，保监会对《再保险业务管理规定》进行修订，取消优先分保条款，我国再保险市场全面进入商业化阶段。2014 年，国务院下发《关于加快收展现代保险服务业的若干意见》（简称“新国十条”），新国十条明确提出加快发展再保险市场，增加再保险市场主体，建设区域性再保险中心。2014 年，保监会在《深化深圳保险创新发展试验区建设支持前海开发开放的意见》中，明确提出要推动前海建设“再保险中心”，支持设立各类再保险机构及为保险业发展提供配套服务的专业机构。随着各项政策的落地，未来再保险市场将会得到大幅的扩张。

表 1.1: 中再集团重大里程碑

年份	中再集团重大里程碑
1949年	中国人民保险公司成立
1996年	中国人民保险公司改组为中国人民保险(集团)公司, 中保再保险有限公司(本公司的前身)在中国人民保险(集团)公司的再保险部门的基础上成立
1998年	中国人民保险(集团)公司进行重组, 中保再保险有限公司成为一级法人。
1999年	中保再保险有限公司更名为中国再保险公司。 伦敦代表处成立。
2000年	中国再保险公司成为华泰保险经纪的股东
2001年	香港代表处成立。
2003年	中国再保险公司更名为中国再保险(集团)公司。 中国财产再保险股份有限公司(中再产险的前身)成立 中国人寿再保险股份有限公司(中再寿险的前身)成立 中国大地保险成立, 当时本公司持有其60%股份。
2005年	中再资产管理股份有限公司
2007年	中国再保险(集团)公司整体改制为中国再保险(集团)股份有限公司
2010年	中再集团及中再产险、中再寿险两家子公司首次获A.M.Best[A级]财务实力评级和[a级]发行人信用评级
2011年	中再英国成为劳合社的成员, 并于劳合社成立特殊目的的辛迪加(中再辛迪加 2088)
2013年	纽约代表处成立。 中国大地保险首次获得A.M.Best[A]财务实力评级及[a级]发行人信用评级
2014年	中再集团及中再产险、中再寿险两家子公司首次获得Standard & Poor's[A+]级财务实力评级及发债人信用评级 劳合社批准中再辛迪加 2088 从特殊目的辛迪加转为常规辛迪加, 中再承保成立
2015年	中再资产设立中再资产香港

数据来源: 公司网站、安信国际

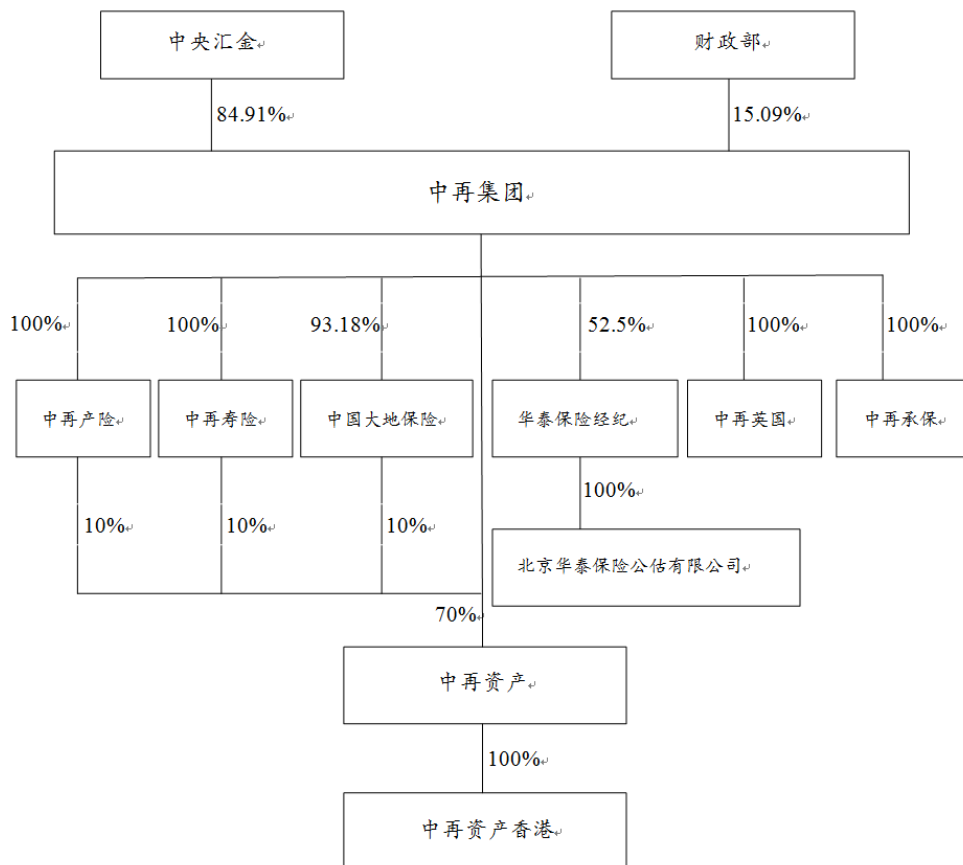
1.3. 中再集团股东结构

目前中再集团注册资本为人民币 36,407,611,085 元, 包括 36,407,611,085 股内资股, 每股面值人民币 1.00 元, 100%由国资控股, 其中财政部拥有股份 5494172897 份, 占注册资本的 15.09%, 中央汇金拥有股份 30913438188 份, 占注册资本的 84.91%。

2. 中再集团业务结构及收入来源

中再集团已经构建起了覆盖再保险、直接保险、资产管理、保险经纪的完整保险产业链, 形成了多元化和专业化的集团经营架构与管理格局。目前, 中再集团直接控股 7 家子公司, 分别是中再产险、中再寿险、中国大地保险、中再资产、华泰保险经纪公司、中再英国及中再承保, 同时在伦敦、香港和纽约也设立了海外办事处, 其中中再产险、中再寿险和中国大地保险是最为核心的三家子公司。

图 2.1: 中再集团子公司结构



数据来源: 公司报告、安信国际

中再集团的业务主要包括四大部分, 分别是财产再保险、人身再保险、财产险直保以及资产管理, 其中财产再保险业务和人身再保险业务是主要的收入贡献来源和利润贡献来源, 2014年两者收入贡献占比达到70.8%, 利润贡献占比达到65%。

表 2.1: 各业务总保费收入

总保费收入 (人民币, 百万 元)	2012年		2013年		2014年		2015年第一 季度	
财产再保险	26,210	44.20%	30,086	44.70%	31,135	42.20%	7,528	30.90%
人身再保险	16,057	27.10%	18,394	27.30%	21,081	28.60%	10,336	42.50%
财产险直保	17,940	30.30%	19,909	29.50%	22,459	30.50%	6,778	27.90%
分部间抵消	(908)	(1.60)%	(1,014)	(1.50)%	(922)	(1.30)%	(317)	(1.30)%
总计	59,299	100.00%	67,375	100%	73,753	100%	24,325	100%

数据来源: 公司报告、安信国际

表 2.2: 各业务净利润

净利润/亏损 (人民币, 百万元)	2012 年		2013 年		2014 年		2015 年第一季度	
财产再保险	1,145	49.40%	1,723	50.80%	2,143	39.20%	842	33.60%
人身再保险	277	11.90%	948	27.90%	1,415	25.80%	912	36.50%
财产险直保	708	30.50%	238	7%	873	15.90%	517	20.70%
资产管理	-	0.00%	8	0.20%	13	0.20%	4	0.20%
其他	478	20.60%	919	27.10%	1,039	19%	195	7.80%
分部间抵消	(290)	-12.40%	(440)	-13.00%	(7)	-0.10%	31	1.20%
总计	2,318	100%	3,396	100%	5,476	100%	2,501	100%

数据来源: 公司报告、安信国际

2.1. 财产再保险业务

财产再保险包括中再产险、中再集团本级及中再 UK 在境内外开展的财产再保险业务, 其中业务主要来自于中再产险。2012 年、2013 年、2014 年及截至 2014 年 3 月 31 日, 来自财产再保险业务的总保费收入 (扣除分部间抵消前)

分别为人民币 26210 百万元、30086 百万元、31135 百万元及 7528 百万元, 分别占中再集团同期总保费收入的 44.2%、44.7%、42.2%及 30.9%。

2.2. 人身再保险业务

人身再保险业务包括中再集团通过中再寿险及集团本级在境内外开展的人身再保险业务, 该业务主要来自于中再寿险。2012 年、2013 年、2014 年及截至 2015 年 3 月 31 日, 来自人身再保险业务的总保费收入 (扣除分部间抵消前) 分别占中再集团同期总保费收入的 27.1%、27.3%、28.6%及 42.5%。

2.3. 财产险直保业务

中再集团通过中国大地保险在境内开展财产保险直保业务。2012 年、2013 年、2014 年及截至 2015 年 3 月 31 日, 来自财产险直保业务的总保费收入 (扣除分部间抵消前) 分别为 17940 百万元、19909 百万元、22459 百万元及 6778 百万元, 分别占中再集团同期总保费收入的 30.3%、29.5%、30.5%及 27.9%。

2.4. 资产管理业务

资产管理业务主要是中再集团通过中再资产管理本集团投资资产及第三方委托资产的业务, 该业务主要收入为中再资产收入的资产管理费。2012 年、2013 年、2014 年及截至 2015 年 3 月 31 日, 来自资产管理业务的收入 (扣除分部间抵消前) 分别为 111 百万元、184 百万元、299 百万元及 62 百万元。

3. 投资亮点

3.1. 中再集团作为副部级, 有多个第一

综合规模亚洲第一, 世界前列。目前, 中再集团是国内唯一的本土再保险集团, 根据 2013 年的再保险保费规模计算, 中再集团是亚洲最大、全球第八大的再保险集团, 根据注册资本金计算, 中再集团在再保险行业排名亚洲第一、全球第五。



表 3.1: 全球重要再保险公司

排名	公司	总分包费收入	非寿险总分保费收入	寿险总分保费收入
1	慕尼黑再保险公司	38333	23423	14910
2	瑞士再保险公司	32934	20670	12264
3	汉诺威再保险股份有限公司	19225	10764	8461
4	劳合社	15614	15594	20
5	法国再保险股份有限公司	14116	6675	7441
6	伯克希尔哈撒韦公司	12776	7339	5437
7	美国再保险集团有限公司	8573		8573
8	中国再保险(集团)股份有限公司	7936	4947	2989
9	大韩再保险公司	5623	4995	628
10	百慕大博纳再保险有限责任公司	5562	4590	972

数据来源: 公司报告、安信国际

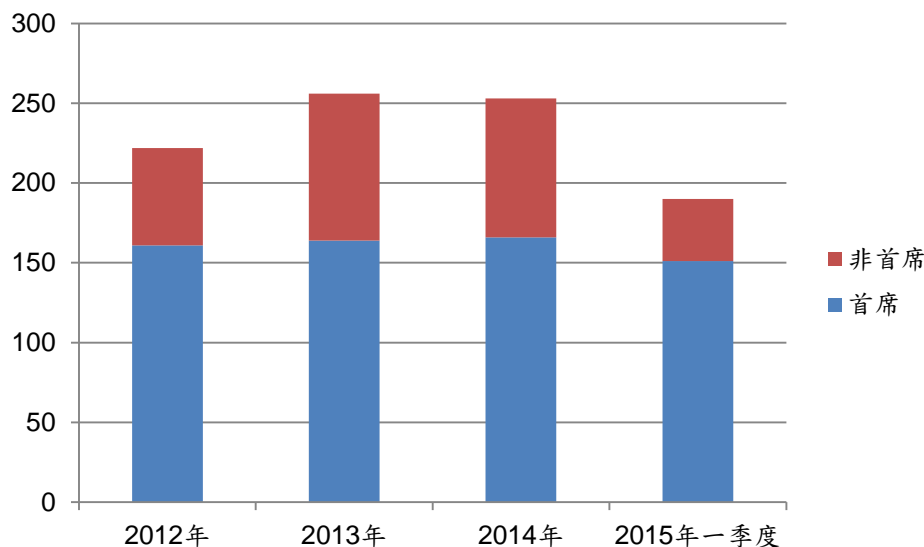
表 3.2: 2013年中国境内再保险经营实体总保费收入排名

排名	公司	总分包费收入(人民币百万元)
1	中国再保险(集团)股份有限公司	47530.1
2	瑞士再保险公司北京分公司	17676.1
3	汉诺威再保险股份有限公司上海分公司	14218.4
4	慕尼黑再保险公司北京分公司	12121
5	法国再保险股份有限公司北京分公司	3790.7
6	太平再保险有限公司北京分公司	1340.4
7	德国通用再保险公司上海分公司	369
8	劳合社保险(中国)有限公司	295.8

数据来源: 公司报告、安信国际

财产再保险业务稳居国内第一。财产再保险业务规模市场排名第一,2013年,财产再保险业务占国内财产再保险市场份额的33.1%,稳居市场首位。截至2015年3月31日,中再产险2012年共签订合约数为222个,其中担任首席数为61个,2013年共签订合约数256个,其中担任首席数92个,2014年共签订合约数为253个,其中担任首席数为87个,2015年第一季度共签订合约数为190个,其中担任首席数为39个。

图 3.1: 财产再保险业务历年合约数



数据来源: 公司报告、安信国际

人身再保险业务长期占据第一。人身再保险业务规模居市场前列, 2003年至2012年, 中再人身再保险业务占国内市场份额均在50%上, 持续保持第一位。2013年以来, 市场上财务再保险需求迅速扩张, 出于对业务盈利能力的考虑, 部分规模较大但盈利能力较差的业务被放弃, 受到这一因素的影响, 中再人身再保险业务的市场份额出现了一定程度的回落, 2013年在国内人身再保险市场份额为37.7%, 如果扣除财务再保险业务后的市场份额仍居首位。

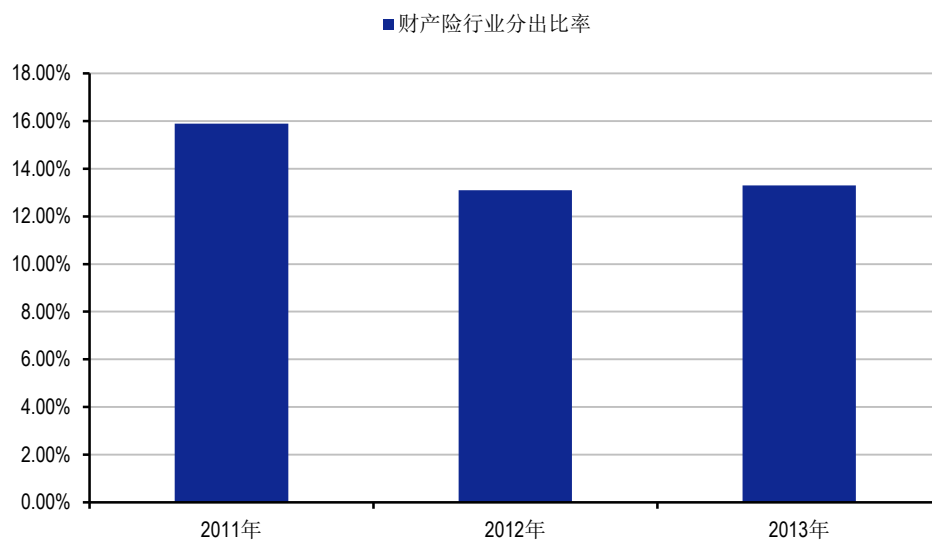
直保业务居市场前列。中再集团旗下大财险经营财产直保业务, 根据原保费收入计算, 2014年和2015年第一季度, 财产直保业务占国内财产险市场份额的3%和3.2%, 排名第六。

3.2. 国内再保险市场空间巨大

3.2.1. 我国直保分出比率较低, 未来再保市场空间巨大

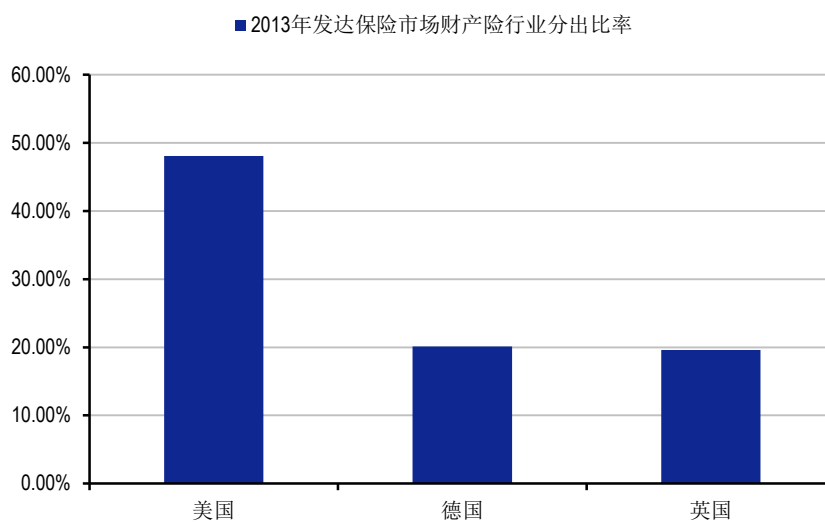
2013年, 我国保险行业总分出保费约为1159亿元, 分出比率约为6.7%, 其中财产险行业分出保费约为859亿元, 分出比率为13.3%, 人身险行业总分出保费约为300亿元, 分出率约为2.8%, 分出率水平与欧美发达市场相比都较低, 2013年美国、德国、英国财产险行业的分出比率为48.1%、20.1%及19.6%, 2012年, 美国、日本、新加坡人身险行业的分出比率为19.6%、5.9%、3.4%, 在“国十条”的推动, 随着直保市场险种结构的改变, 直保公司的再保需求有望提升, “偿二代”的推行促使直保公司更加注重风险管理的作用和技术能力的提升, 凸出了再保险在管理复杂和重大风险方面具备的天然优势, 预计未来产寿险的分出比率均有望大幅提高。

图 3.2: 我国财产险行业分出比率



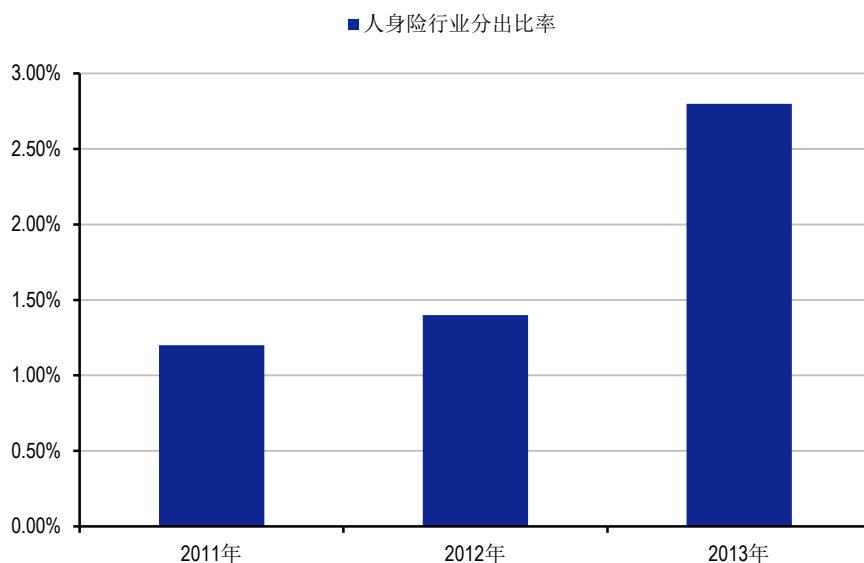
数据来源: 公司报告、安信国际

图 3.3: 2013年发达保险市场财产险行业分出比率



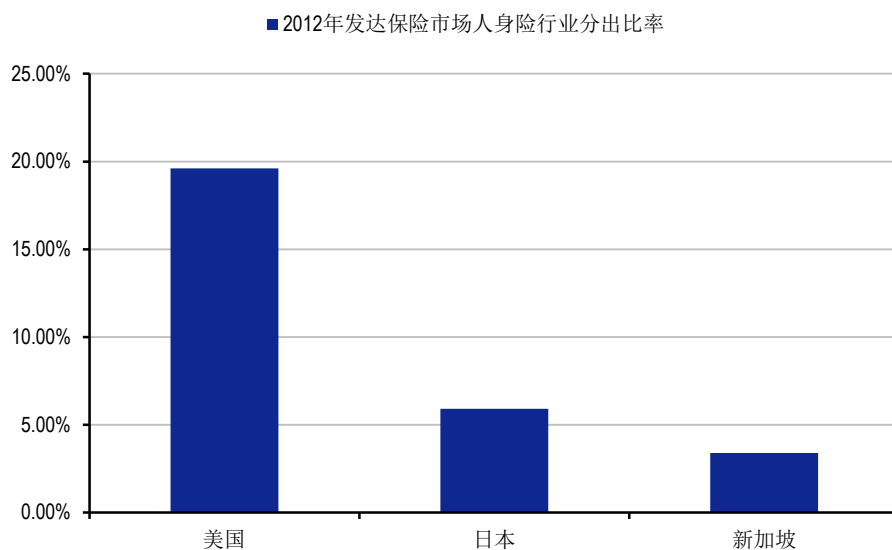
数据来源: 公司报告、安信国际

图 3.4: 我国人身险行业分出比率



数据来源: 公司报告、安信国际

图 3.5: 2012年发达保险市场人身险行业分出比率



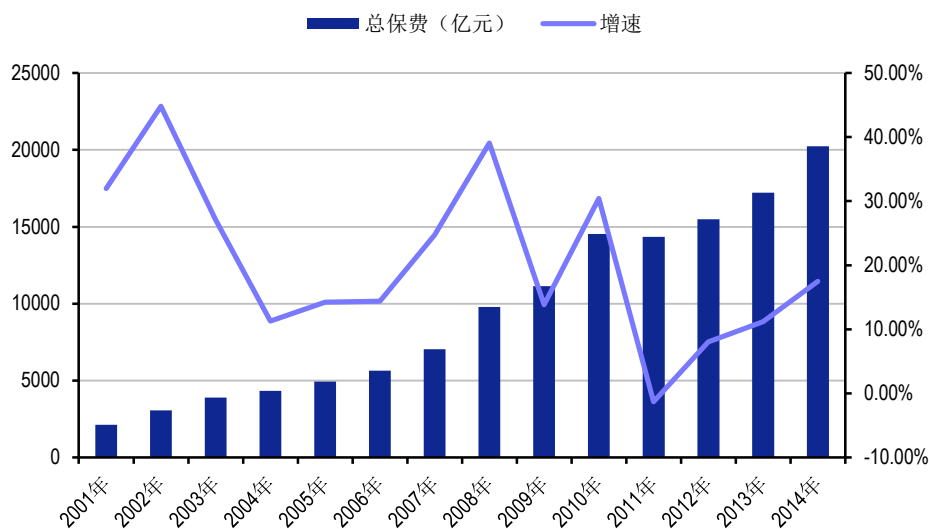
数据来源: 公司报告、安信国际

3.2.2. 直保市场的高速发展为再保险市场发展奠定良好的基础

3.2.2.1. 保险行业正处于发展的高峰

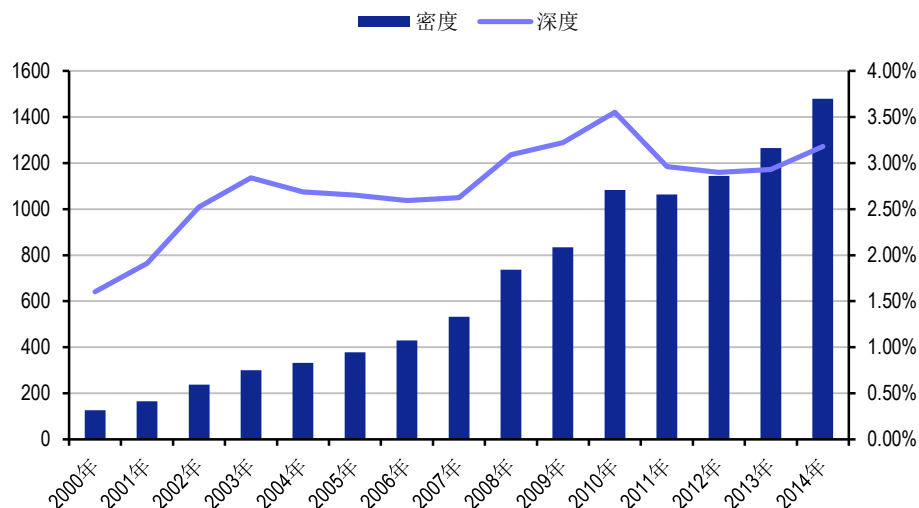
行业规模持续扩大, 未来发展空间巨大。2014年全国保费收入突破2万亿元, 同比增长17.49%, 行业总资产突破10万亿元, 同比增长22.5%; 行业效益不断改善, 2014年保险资金投资收益率达6.3%, 较上年提高了1.3个百分点, 创5年最好水平, 2013年全行业实现利润收入约991.42亿元, 2014年预计全行业实现利润收入约2046.6亿元, 同比增长106.32%。预计在未来五年内, 我国保费每年增长率不会低于16%, 在2020年保费规模将会达到4.9万多亿元, 保险深度达到5%, 保险密度达到3500元/人。

图 3.6: 我国保费情况



数据来源: 国家统计局、安信国际

图 3.7: 我国保险密度、保险深度



数据来源: 保险统计年鉴、安信国际

3.2.2.2. 居民财富结构转型拉动保险需求

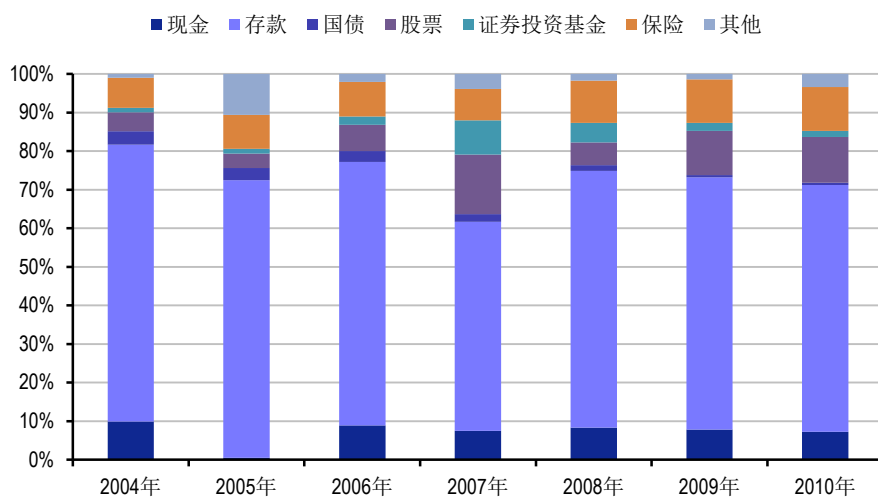
保险资产在居民金融资产配置中比重的提高是不可逆转的历史性趋势。中国人民银行发布的《2011年中国金融稳定报告》中的数据显示，我国居民对保险产品的重视程度逐渐提高，2004年保险产品在居民金融资产中占比为7.8%，2010年提高到11.3%，同期存款及现金的占比整体呈现出下降的趋势。这可以归因为人们对保险产品的认知程度提高，保险购买意识增强。

表 3.3: 我国居民金融资产配置情况

单位	现金	存款	国债	股票	证券投资基金	保险	其他
2004年	9.9%	71.8%	3.5%	4.9%	1.1%	7.8%	1.0%
2005年	0.5%	72%	3.1%	3.8%	1.2%	8.8%	10.6%
2006年	8.9%	68.3%	2.8%	6.8%	2.2%	9%	2.0%
2007年	7.5%	54.2%	2%	15.4%	8.9%	8.1%	3.9%
2008年	8.3%	66.6%	1.5%	5.9%	5%	11%	1.7%
2009年	7.8%	65.4%	0.6%	11.5%	2%	11.3%	1.4%
2010年	7.2%	64%	0.6%	11.9%	1.6%	11.3%	3.4%

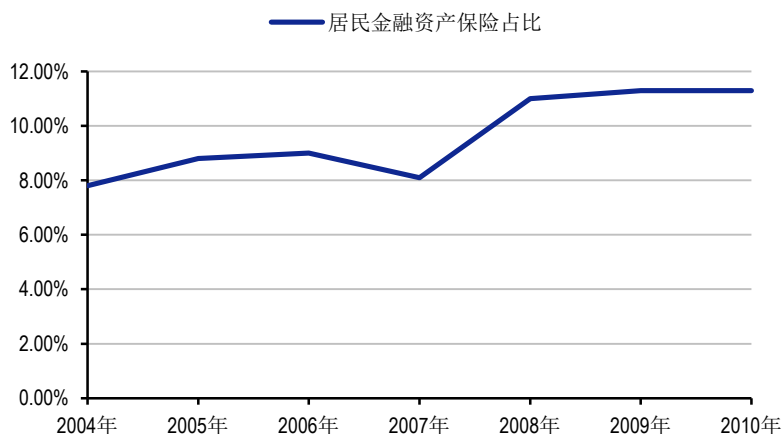
数据来源: 央行金融稳定报告、安信国际

图 3.8: 我国居民金融资产配置情况



数据来源: 央行金融稳定报告、安信国际

图 3.9: 我国居民金融资产保险占比

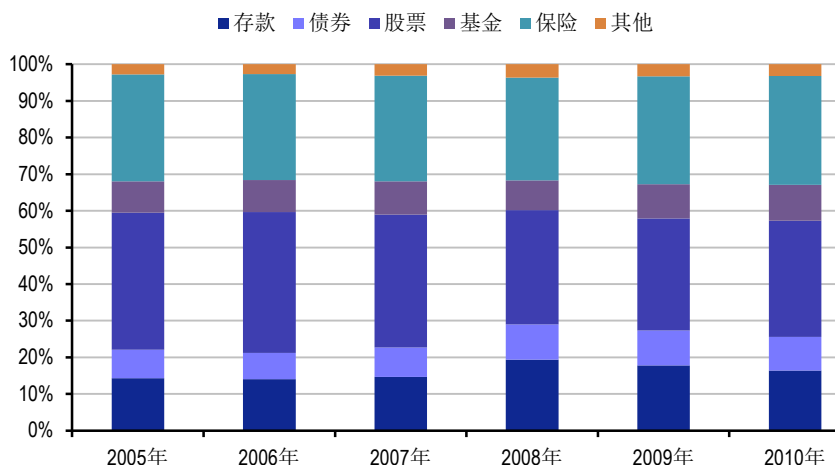


数据来源: 央行金融稳定报告、安信国际

根据招商银行发布的《2013年中国城市居民财富管理与资产配置现状调查报告》，受访人群中有48.8%的人购买了保险产品，基本与股票持平。

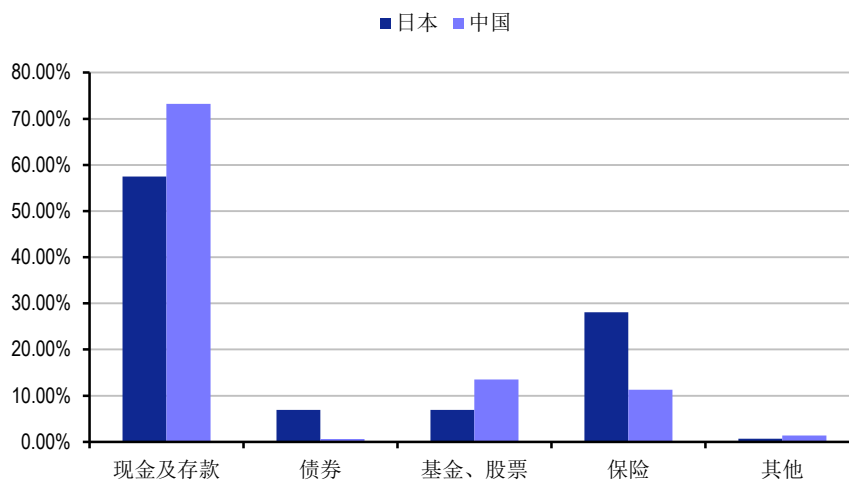
发达国家经验显示，居民金融资产中保险占比一般将在20%以上，英国的保险资产比重超过50%，美国基本上保持在28%至29%之间，与我国临近的韩国、日本保险资产比重也都超过20%。预计未来保险资产的比重会进一步上升，有望超过20%。

图 3.10: 美国居民金融资产结构



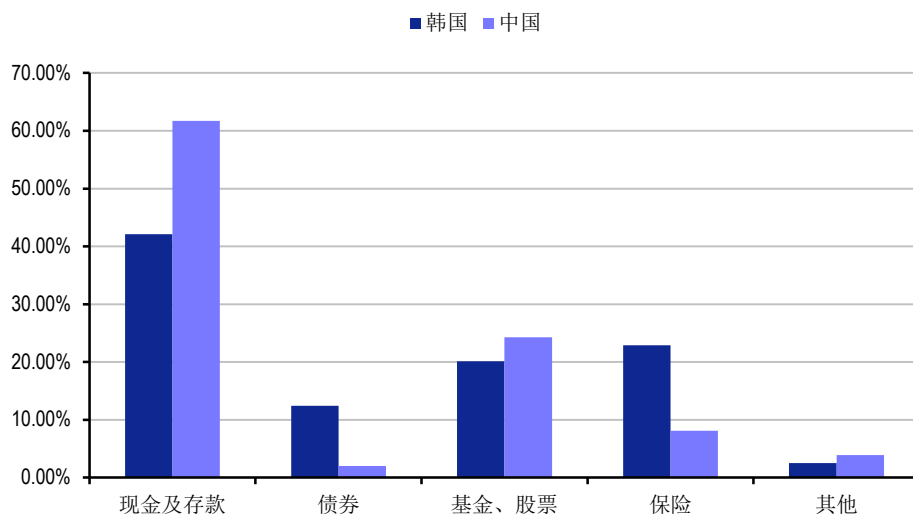
数据来源: 互联网、安信国际

图 3.11: 2009 年中日居民金融资产结构比较



数据来源: 互联网、安信国际

图 3.12: 2007 年中韩居民金融资产结构比较

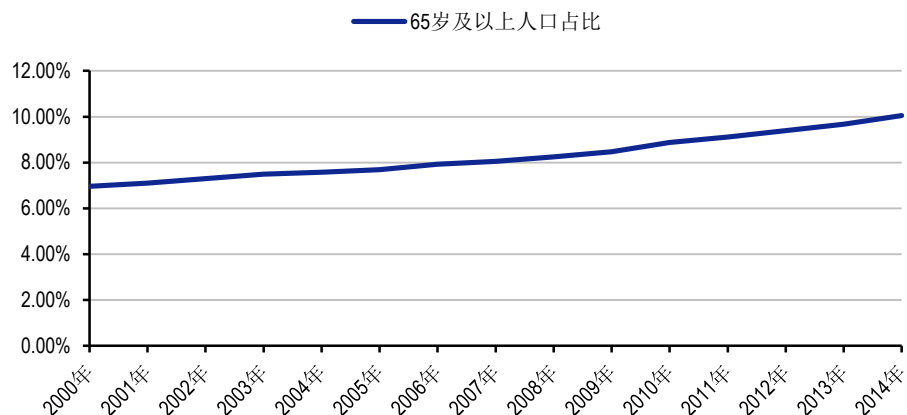


数据来源: 互联网、安信国际

3.2.2.3. 人口老龄化刺进保险刚需

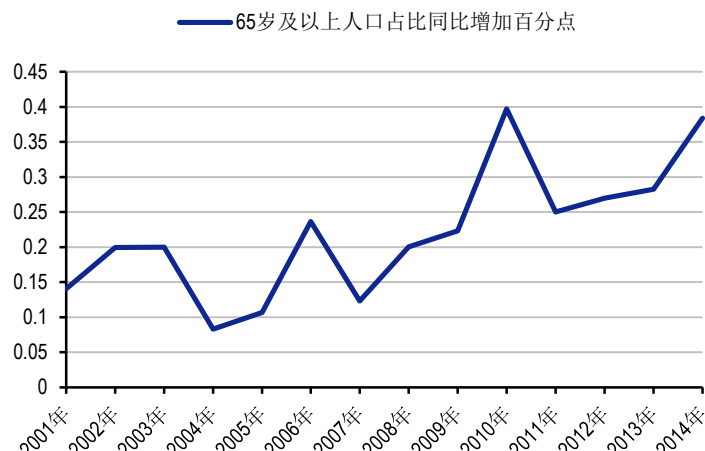
按照国际标准, 65 岁及以上人口占比达到 7%, 即该地区进入人口老龄化社会, 那么我国自 2001 年起就正式“步入”老龄化社会, 且老龄化程度逐年提高, 提高的速度整体也呈上升的趋势, 2010 年至 2014 年五年间, 65 岁及人口占比同比增长都大于或等于 0.25 个百分点, 截止到 2014 年, 我国 65 岁及以上人口占比达到 10.06%, 未来 5-10 年间, 我国老龄化趋势还将持续。

图 3.13: 我国老龄化程度



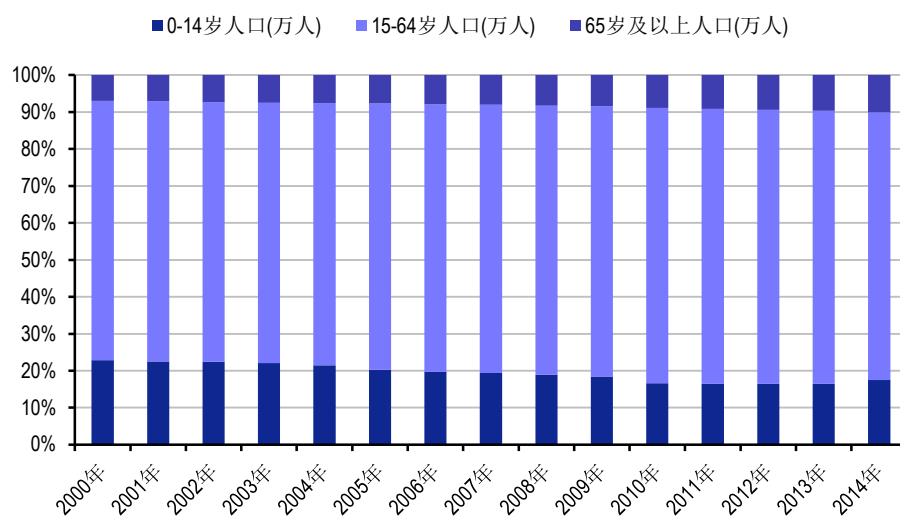
数据来源: 国家统计局、安信国际

图 3.14: 我国老龄化程度增速



数据来源: 国家统计局、安信国际

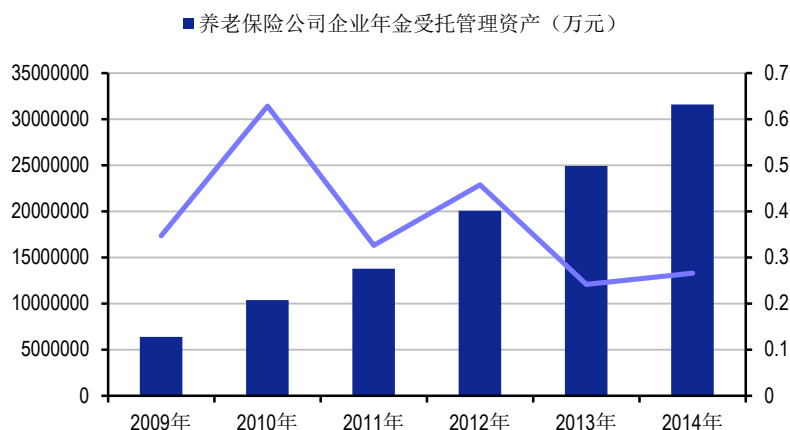
图 3.15: 我国人口年龄结构



数据来源: 国家统计局、安信国际

我国基本养老保险待遇偏低, 为商业养老保险的发展提供了机遇。2013年机关及事业单位退休金替代率为 57.6%, 企业职工养老金替代率为 42.52%, 按照国际经验, 综合养老金替代率如果超过 70%, 即可维持退休前的生活水平, 如果达到 60%-70%, 即可维持基本生活水平, 如果低于 50%, 则生活水平较退休前会有大幅下降。此外, 国际劳工组织《社会保障最低标准公约》规定, 养老金替代率最低应达到 55%。目前商业养老保险方面以企业年金为主, 个人商业养老保险规模还较小, 未来还有很大的发展空间。

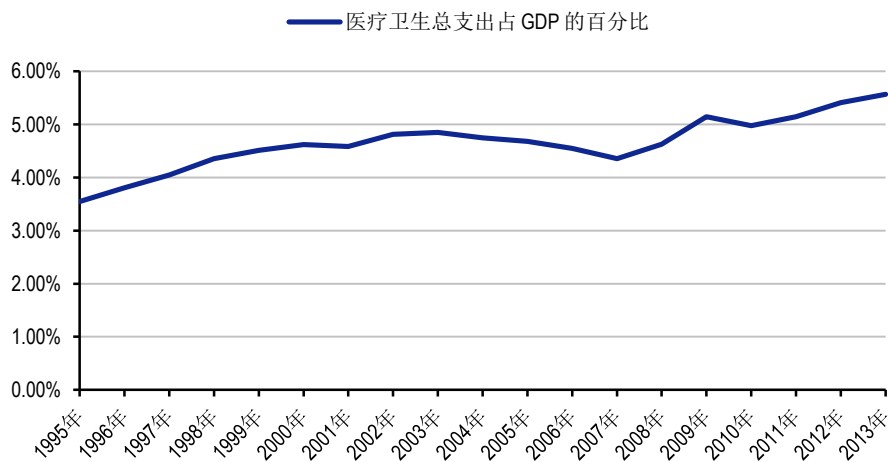
图 3.16: 我国养老保险公司企业年金受托管理资产



数据来源: 保监会、安信国际

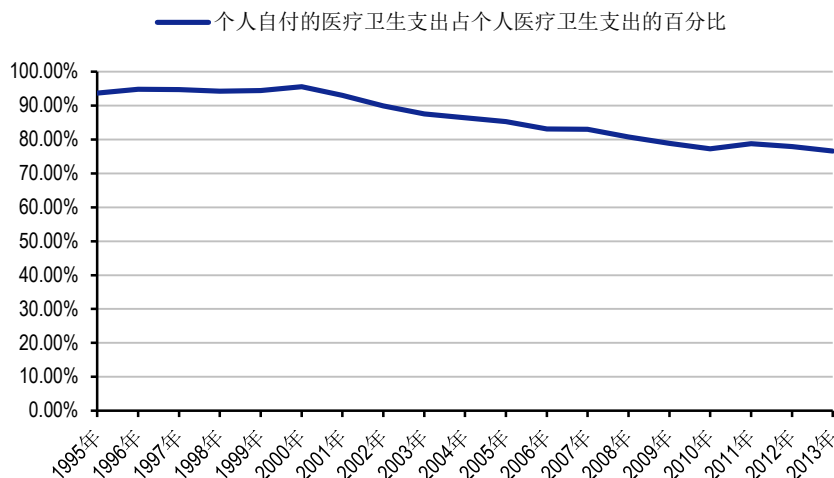
人口老龄化、医疗费用自付比例高等多种因素带动了人们对健康服务产业的需求，2013年9月28日国务院印发《关于促进服务产业发展的若干意见》，其中着重强调要“积极发展健康保险”。近二十年来，我国医疗总支出占GDP比重增高，尤其是2007年以来呈现出快速上升的趋势。而个人自付占个人医疗费用比重方面，虽然较20世纪90年代相比已有很大的降幅，但总的来说近些年这一比重还保持在较高的水平上，这为健康保险提供了发展的空间。

图 3.17: 我国医疗卫生总支出占 GDP 的百分比



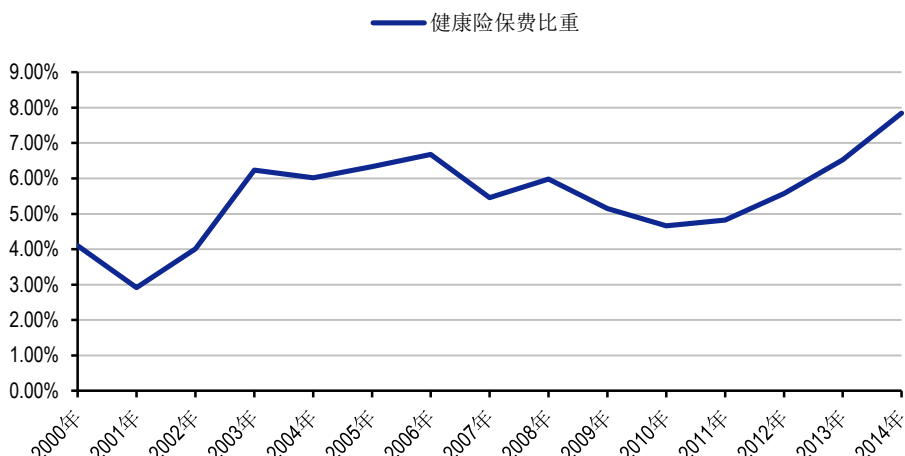
数据来源: 世界银行、安信国际

图 3.18: 我国个人自付的医疗卫生支出占个人医疗卫生支出的百分比



数据来源: 世界银行、安信国际

图 3.19: 健康险保费比重



数据来源: 保监会、安信国际

3.2.2.4. 新技术崛起改变行业生态

技术对保险行业有巨大的推动作用，大数据技术、云技术、智能穿戴设备等一批新技术将对保险行业产生深刻的影响。

移动展业和理赔将简化工作流程，提高效率，提高客户满意程度。3G 网络和智能移动设备的普及推动了保险展业理赔工作的移动化、便捷化、快速化。移动展业工具能够完成产品介绍、客户信息录入、保单出单、保费支付等前端承保全部流程，并辅助以客户关系管理等功能，方便营销人员快速承保、快速出单，如中国平安的“MIT”、中国太保的“神行太保”。移动理赔方面，目前主要的应用是移动查勘定损，通过移动设备，查勘人员能够在现场采集保险事故数据，并及时传输到后台，供后台理赔人员做进一步处理。

大数据有三个显著的特点：全体、混杂、相关性，基于这三个特点，大数据技术最核心的价值在于其预测的功能。大数据技术预测的功能对于保险公司产品营销定位和产品定价有很大的帮助作用。

新技术帮助精准营销。保险公司可以通过大数据技术对潜在客户进行分析，对其行为和需求进行更为细致地分类、研究、预测，并根据预测结果进行精确营销定位，达到在接触潜在客户之前就了解对方的需求，并据此设计营销策略，做到有针对性的进行营销。

新技术帮助产品定价。保险产品的定价基于对数据的处理、分析，大数据技术的出现将对现有保险产品定价方法产生颠覆性的改变。大数据技术使得保险公司可以度量的风险类别更加丰富，度量的精确程度进一步提高，并且能够根据风险的变化情况及时调整费率。车联网及移动医疗将成为未来保险公司利用新技术的重要着力点。根据中国物流网校企联盟的定义，车联网是由车辆位置、速度和路线等信息构成的巨大交互网络。通过GPS、RFID、传感器、摄像头图像处理器等装置，车辆可以完成自身环境和状态信息的采集，通过互联网技术，所有的车辆可以将自身的各种信息传输汇聚到中央处理器，这些大量车辆的信息可以被分析和处理。保险领域中对车联网的应用是将车险定价由车型定价向使用行为定价(Usage Based Insurance, UBI)进行转变，在车险定价过程中充分考虑驾驶员的历史行为，如每天行驶里程、驾驶时间、有无系安全带、有无驾驶打电话、刹车次数、驾驶速度等等。移动医疗与智能穿戴设备的结合能够实时监控佩戴者的各项生理机能，保险公司可以此数据来设计个性化产品，进行个性化定价，此外，通过长期数据的收集储存，保险公司可以掌握大范围的人群健康信息，并对此进行大数据分析，分析结果可运用于产品设计和精算定价模型。

图 3.20: 车联网

基于乐乘盒子(OBD)或智乘(TBOX)，整合车主基本信息、车辆基础数据、车载硬件采集的车辆数据，建立驾驶员驾驶行为评估等数据模型，为车主提供丰富车联网服务的同时，有效辅助保险公司依据多维度数据对每个车主进行独立定义。



数据来源: 互联网、安信国际

3.2.2.5. 国家政策春风助力保险市场发展

随着保险行业在经济社会中的地位逐步提升，国家政策对保险行业支持作用也越发明显，2014年保险“新国十条”的颁发为保险行业未来的发展提供了前进的方向和政策的保障。此外，国家政策导向是逐渐减少对保险公司业务的直接影响，采用市场化的方法来对市场起到调节作用，使得保险市场回归“市场”的本质。总得来说，国家政策主要在推动承保端、放开投资端、调节资本端三大方面助力保险行业腾飞。

推动承保端。“人口老龄化带来基本养老金不足”以及“医疗费用快速增长造成看病贵”是目前社会较为关注的两大话题，国家政策围绕这两个方面助推保险行业有所作为。2009年6月17日，财政部、国家税务总局联合发布了《关于补充养老保险费、补充医疗保险费有关企业所得税政策问题的通知》，通知中规定“自2008年1月1日起，企业根据国家有关政策规定，为在本企业任职或者受雇的全体员工支付的补充养老保险费、补充医疗保险费，分别在不超过职工工资总额5%标准内的部分，在计算应纳税所得额时准予扣除；超过的部分，不予扣除”。2015年5月12日财政部、国家税务总局、保监会联合下发了《关于开展商业健康保险个人所得税政策试点工作的通知》，允许试点地区的个人税前列支购买符合规定的商业保险产品的支出，每年最多扣除2400元，北京、上海、天津和重庆四个直辖市被纳入试点之列，各省和自治区也将各选一个代表作为试点城市。在给予健康险巨大支持之外，针对商业养老保险的个税递延政策或将在年内出台，预计后续商业养老险也将迎来新的机遇。

在引导保险行业市场化运作，减少行政直接性干预方面，2015年6月1日，商业车险条款费率管理制度改革试点正式启动，黑龙江、山东、广西、重庆、陕西、青岛等6个试点地区全面启用新版商业车险条款费率。此次费改将定价方式由保额定价转变为车型定价，保险公司在定价方面拥有更大的自主空间，打破了7折优惠的限制，且可以自主开发商业车险创新型条款。从短期来看，由于保险公司拥有更多的定价自主权，此次车险费改或将使车险市场陷入更加惨烈的价格战，但从长远来看，此次费改将倒逼财险公司转换车险经营模式，调整业务结构，未来车险的竞争将越来越依赖于公司特色条款和后续服务的竞争，并且预计未来将诞生一批业务结构均衡、非车业务快速发展的新型财险公司。

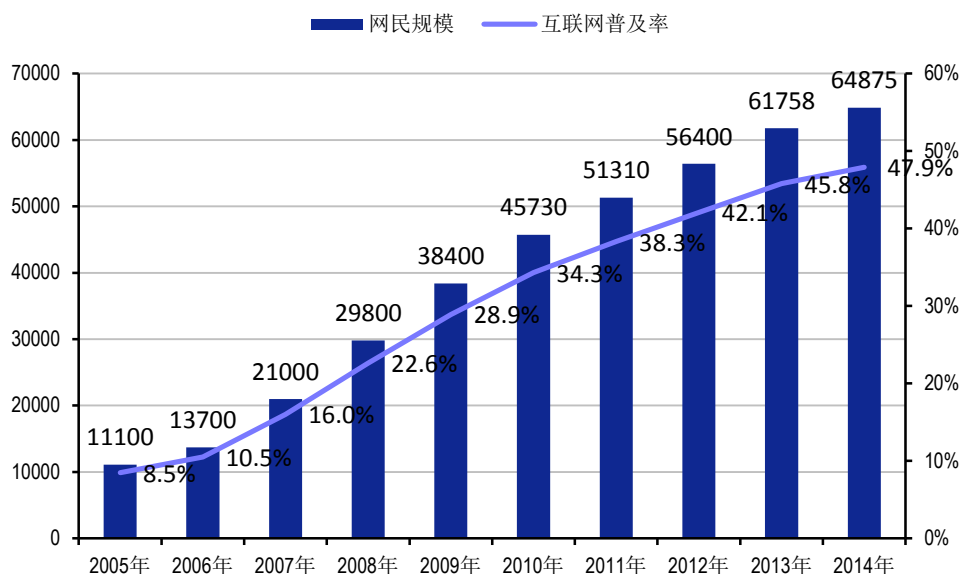
放开投资端。长期以来，保险资金运用受到了监管政策的严格限制，但近些年来，结合“偿二代”的推出，国家政策对保险资金运用的监管思路由硬性监管转向控制后端、放开前端的“市场化”监管转变。2012年以来，保监会连续推出了保险资金投资的13项新政，极大地拓宽了原有投资渠道，目前保险资金投资渠道已基本覆盖全部金融投资品种，有利于保险资金更好地分散风险，减少资产负债错配风险，获得稳定的投资收益。并且保险资管行业的市场化也将得到进一步提升，保险资产管理公司除了受托管理保险资金外，可以受托养老金、企业年金、住房公积金和其他企业委托的资金，还可以开展公募、私募资产管理业务，有利于保险资管市场加快业务创新、产品创新、服务创新，完善专业化管理体制，提升管理能力和服务能力，探索保险投资管理产品化、投资者机构多元化等新模式和新途径，提升行业竞争力。

调节资本端。2015年2月25日保监会正式发布“中国风险导向的偿付能力体系”，“偿二代”的发布将推动保险行业改变以往粗略式的发展，未来朝“精耕细作”式发展进行转变。在“偿二代”背景下，在一定资本金的条件下，寿险公司将更加着重于长期产品的发展，财险公司将更加重视车险的综合成本率，预计将会有效调节未来保险产品结构和公司经营策略，避免价格战、规模战，实现行业的健康、有序、持续发展。

3.2.2.6. 互联网保险增强保险意识

互联网保险通过渠道创新拉近了保险与民众的距离，让民众更好地接触到保险。随着我国网民数量的增加和互联网普及程度的提高，互联网渠道的重要性达到了历史的新高度。

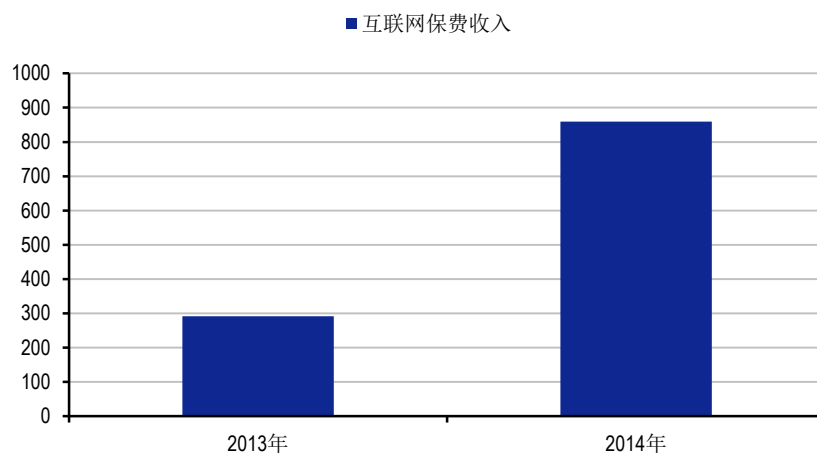
图 3.21: 中国网民数量和互联网普及率



数据来源:《第35次中国互联网发展状况统计报告》, 安信国际

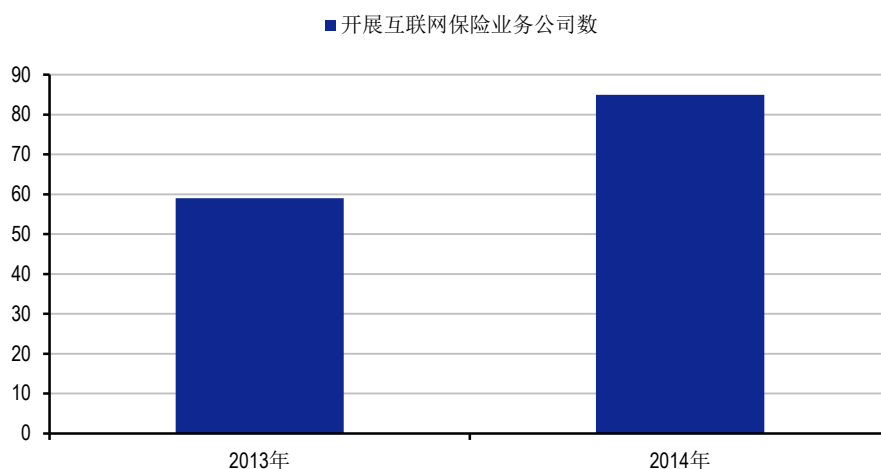
2014年互联网保险累计实现保费收入858.9亿元,同比增长195%,而同期全国电子商务交易增速仅21.3%。从2011年到2014年,互联网渠道保费规模提升了26倍,占总保费收入的比例由2013年的1.7%增长至4.2%,对全行业保费增长贡献率达到18.9%,比上年提高8.2个百分点。产险公司互联网保费收入505.7亿元,同比增长114%,占产险原保费的6.7%,同比提高3.1个百分点。寿险公司互联网保费收入353.2亿元,同比增长5.5倍,占寿险原保费的3%,同比增长2.3个百分点。

图 3.22: 互联网保费收入 (亿元)



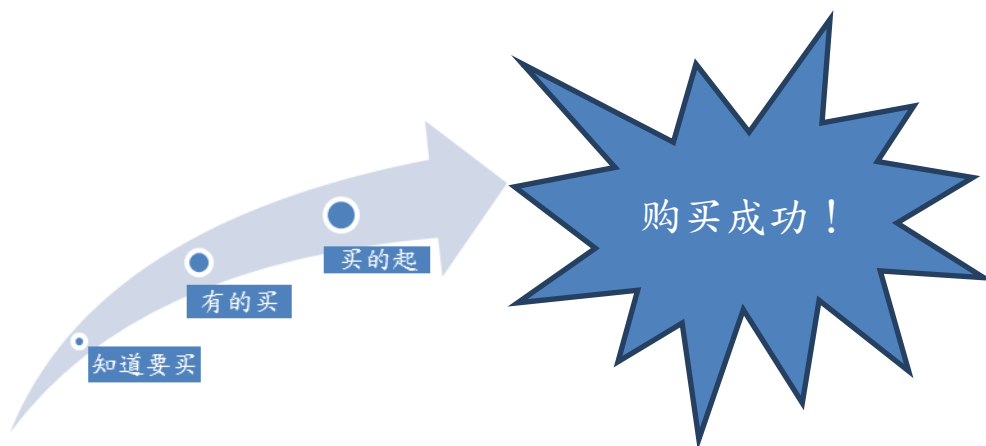
数据来源:《2014年互联网保险行业发展形势分析》, 安信国际

图 3.23: 开展互联网保险业务公司数 (个)



数据来源:《2014年互联网保险行业发展形势分析》, 安信国际

图 3.24: 保险产品购买逻辑



数据来源: 安信国际

国华人寿是依靠互联网渠道搏出位的典型代表。2012年12月, 国华人寿初次在淘宝上线的三项万能险产品累计实现保费 1.16 亿元, 创造了淘宝历史上首个“单团破亿”的销售记录, 2013年国华人寿实现互联网保费 19.89 亿元, 占据互联网寿险保费收入榜的状元之位, 其中“国华二号增强版”在“99大聚惠”三天的活动中销量达到 1.06 亿, 创造了三天“单品过亿”的业绩, 在“双 11”的活动中, 用时不到 10 分钟“华瑞二号”成交金额就突破了 1 亿元。

互联网保险通过场景创新、产品创新更好地满足了民众的保障需求。长期以来产品同质化是行业的诟病, 而当前互联网的蓬勃发展为保险公司的产品设计提供了新颖的场景和丰富的标的。

基于互联网场景最有代表性的一款产品是针对淘宝网用户的退货运费险。2010年7月华泰财险联合淘宝网首次推出该产品, 五年多获得了巨大的收益, 2013年“双十

一”当天成交超过 1.5 亿笔，保费规模近 9000 万元，在当时创造了保险业单日同一险种成交笔数的世界纪录，显示出这一产品的市场需求和未来发展潜力。

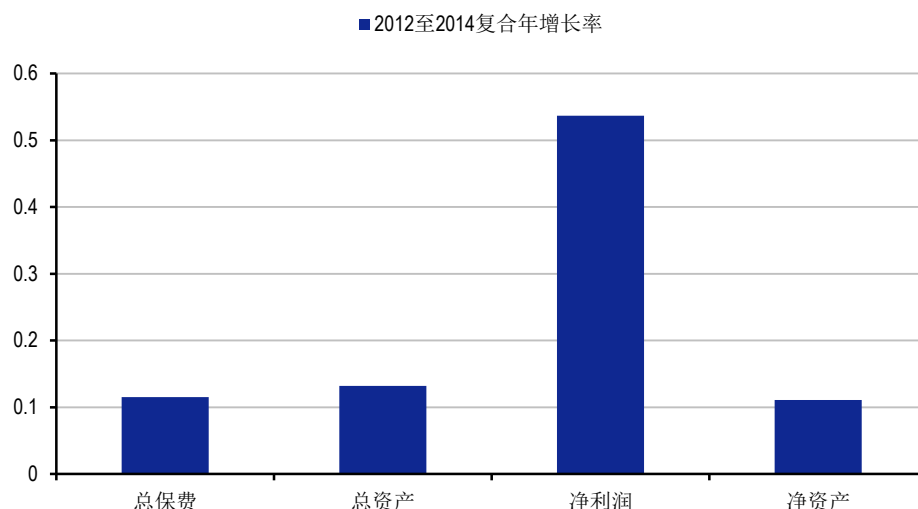
基于互联网场景最有代表性的一家公司是众安保险。众安保险作为国内第一家互联网保险公司，致力于针对互联网新场景开发设计保险产品，众安保险联合互联网公司推出了一系列新产品：

- 2013 年 11 月，联合阿里巴巴推出“众乐宝”；
- 2014 年 3 月，联合阿里巴巴推出“参聚险”；
- 2014 年 5 月，联合天猫推出高温险；
- 2014 年 7 月，联合小米推出碎屏险；
- 2014 年 9 月，联合同程旅游、中国气象局公共气象服务中心推出天气保障服务—未来；
- 2014 年 9 月，联合阿里巴巴 1688 网站推出 1688 保证金保险；
- 2015 年 3 月，联合小米推出小米盗刷险；
- 2015 年 3 月，联合河狸家河狸家安心保障险；
- 2015 年 4 月，联合美团外卖推出互联网食品安全险；
- 2015 年 5 月，联合虎养车网、新焦点汽车维修服务有限公司推出轮胎意外险。

3.3. 财务表现持续向上，未来上升空间较大

规模利润双双高速增长。总保费收入由 2012 年 592.99 亿元增加至 2014 年 737.53 亿元，复合年增长率 11.5%，总资产由 2012 年 1480.29 亿元增加至 2014 年 1896.75 亿元，复合年增长率达到 13.2%，受益于投资收益的高速增长，净利润由 2012 年 23.18 亿元增加至 2014 年 54.76 亿元，复合年增长率高达 53.7%，净资产由 2012 年 442.70 亿元增加至 2014 年 546.35 亿元，复合年增长率达到 11.1%。截至 2015 年 3 月 31 日，总资产达到 2096.31 亿元，总保费收入达到 243.25 亿元，净利润达到 25.01 亿元。

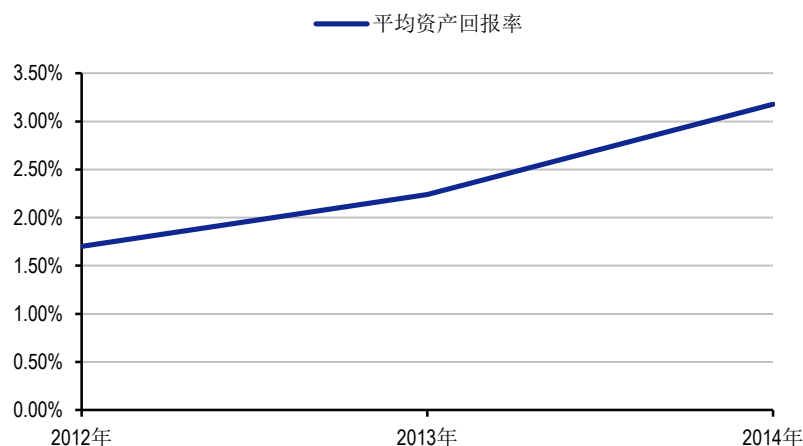
图 3.25：总保费、总资产、净利润和净资产 2012 年至 2014 年复合年增长率



数据来源：公司报告、安信国际

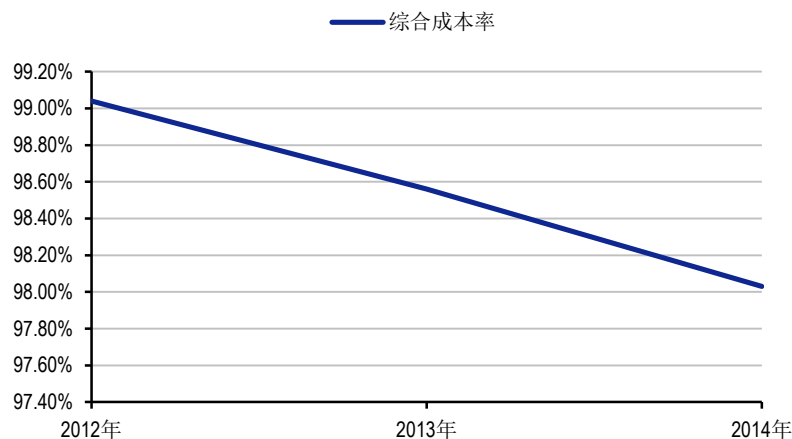
中再集团资产回报率持续向上。2012年至2014年，中再集团平均资产回报率分别为1.7%、2.24%、3.18%。财产再保险业务综合成本率进一步优化。2012年至2014年，财产再保险综合成本率分别为99.04%、98.56%、98.03%。随着国内再保市场规模的扩大，未来财务表现有望进一步提升。

图 3.26：中再集团平均资产回报率



数据来源：公司报告、安信国际

图 3.27：财产再保险业务综合成本率



数据来源：公司报告、安信国际

国际评级持续优秀。中再集团在2010年至2014年间连续五年保持A.M.Best“优秀”评级，2014年获得Standard & Poor“A+”评级，前景展望稳定，国际评级持续优秀展示出中再集团较好的综合实力。

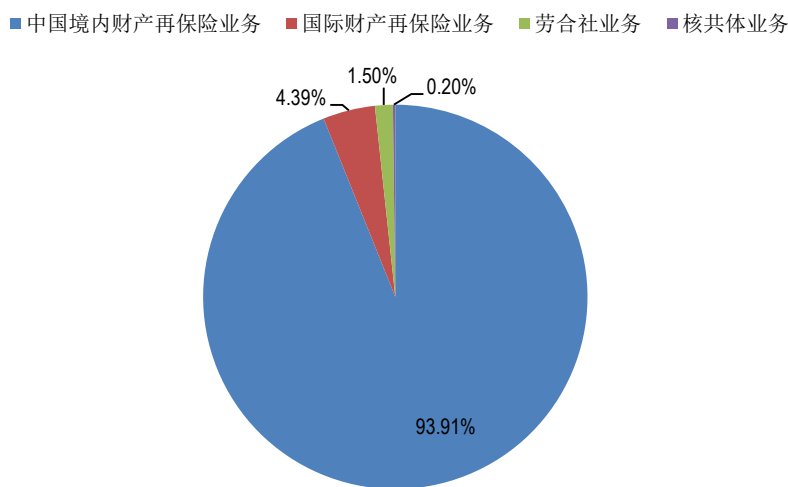
3.4. 依托再保，覆盖全产业链

中再集团拥有国内业务规模最大的财产再保险子公司。中再产险成立于2003年12月15日，以2003年分出口径市场份额计，是国内最大的专门经营财产再保险业务

的中国公司。财产再保险业务板块是中再集团的核心业务板块，2014年财产再保险业务的分保费收入占当年集团总保费的42.2%。财产再保险业务板块于2012年、2013年、2014年和2015年一季度分别实现分保费收入262.1亿元、300.86亿元、311.35亿元、75.28亿元，2013年和2014年分别实现同比增速14.78%和3.48%。

财产再保险业务板块主要分为中国境内财产再保险业务、国际财产再保险业务、劳合社业务和核共体业务，其中中国境内财产再保险业务、国际财产再保险业务和部分核共体业务由中再产险承保。

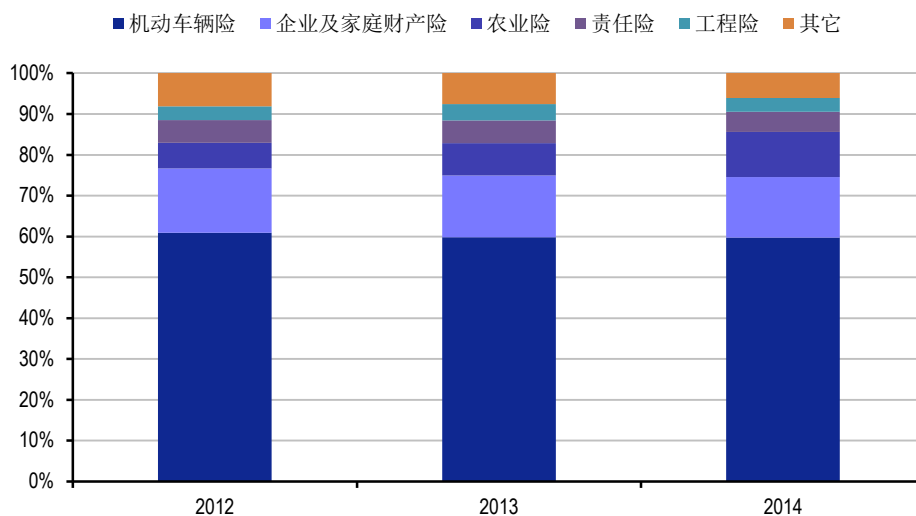
图 3.28: 2014 年财产再保险业务结构



数据来源：公司报告、安信国际

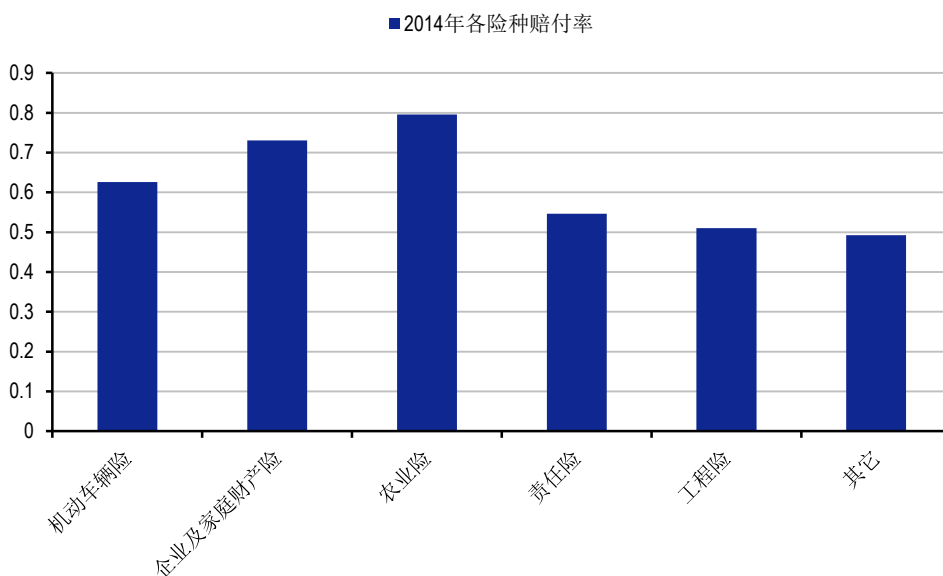
中再产险境内财产再保险业务市场份额稳居第一。境内再保保障范围涵盖财产险直保市场的绝大部分险种，包括机动车辆险、企业及家庭财产险、工程险、农业险和责任险等。2012年、2013年、2014年及2015年第一季度分保费收入分别为241.22亿元、284.22亿元、292.96亿元和66.80亿元，分别占同期财产再保险业务板块总分保费收入的92.0%、94.5%、94.1%和88.7%，境内财产再保险业务2012年至2015年第一季度的费用率分别为42.02%、39.47%、35.34%和35.89%，费用率分别为55.18%、60.08%、63.99%和63.34%，综合成本率分别为97.20%、99.55%、99.33%和99.23%。截至2015年3月31日，中再产险2012年共签订合约数为222个，其中担任首席数为61个，2013年共签订合约数256个，其中担任首席数92个，2014年共签订合约数为253个，其中担任首席数为87个，2015年第一季度共签订合约数为190个，其中担任首席数为39个。

图 3.29: 境内再保险业务结构



数据来源: 公司报告、安信国际

图 3.30: 境内再保险业务赔付率

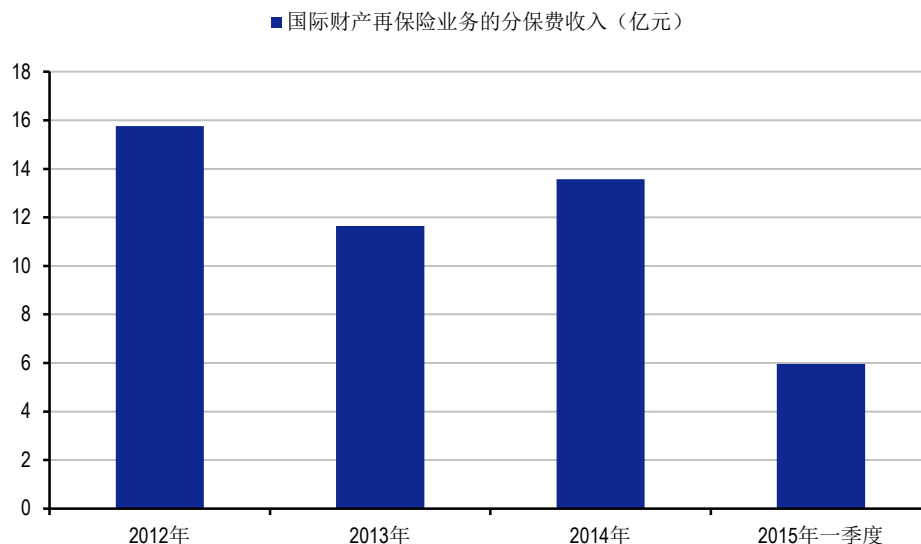


数据来源: 公司报告、安信国际

中再产险具备较为丰富的国际财产再保险业务经验。中再集团的国际财产再保险业务至今已有数十年的经营历史, 主要面对国际客户经营, 积累了较为丰富的国际再保险业务经营经验。国际财产再保险业务的再保保障范围主要包括非水险(如财产及工程险)、特殊险(如水险、能源险、航空险和航天险)、责任险和机动车辆险。2012年、2013年、2014年和2015年第一季度国际财产再保险业务的分保费收入分别为15.76亿元、11.64亿元、13.57亿元和5.96亿元, 分别占同期财产再保险业务板块总分保费收入的6.0%、3.9%、4.4%和7.9%。国际财产再保险业务于2012年、2013年、2014年和2015年第一季度费用率分别为18.89%、20.94%、38.12%和

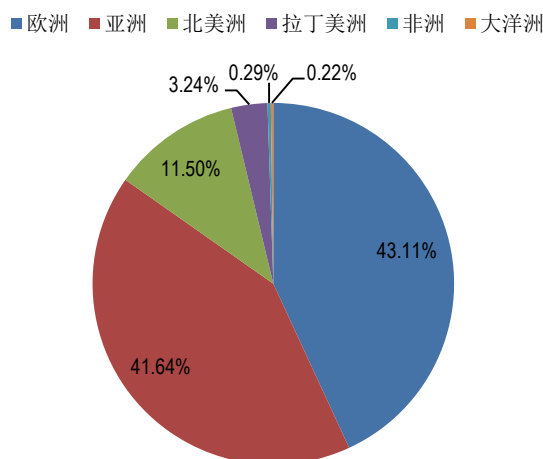
33.46%，赔付率分别为 126.43%、66.71%、54.50%和 58.50%，综合成本率分别为 145.32%、87.65%、92.62%和 91.96%。

图 3.31：国际财产再保险业务分保费收入



数据来源：公司报告、安信国际

图 3.32：2014 年国际财产再保险业务地区分布



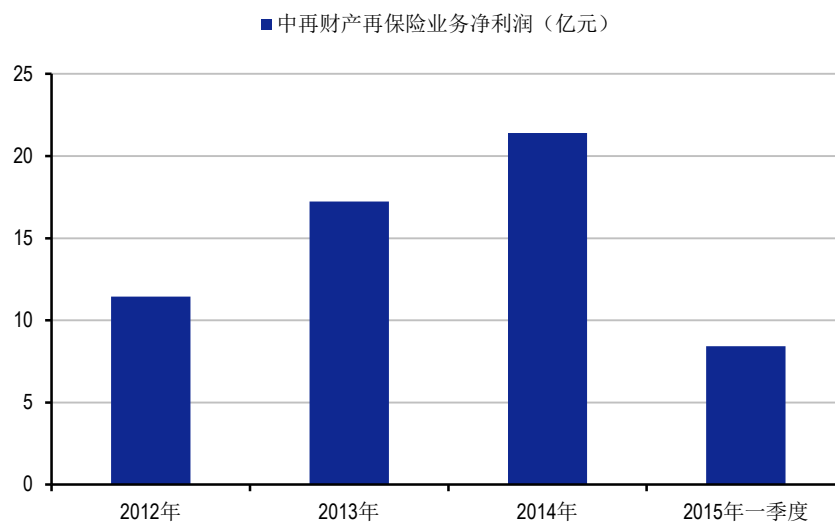
数据来源：公司报告、安信国际

中再产险会通过中国核保险共同体承保境内核保险业务和境外核保险业务。2014 年核保险共同体业务分保费收入为 0.55 亿元，占财产再保险业务板块总分保费收入的 0.2%，核共体业务的主要承保范围为核财产险和核第三者责任险。

财产再保险业务实现了稳定的盈利水平。财产再保险业务板块于 2012 年、2013 年、2014 年及 2015 年第一季度分别实现净利润 11.45 亿元、17.23 亿元、21.4 亿元及 8.42 亿元，2012 年至 2014 年净利润复合年增长率为 36.8%。同期综合成本率分别

为 99.04%、98.56%、98.03%及 98.45%，加权平均净资产收益率分别为 11.42%、15.34%、15.94%及 5.43%。

图 3.33: 财产再保险业务净利润

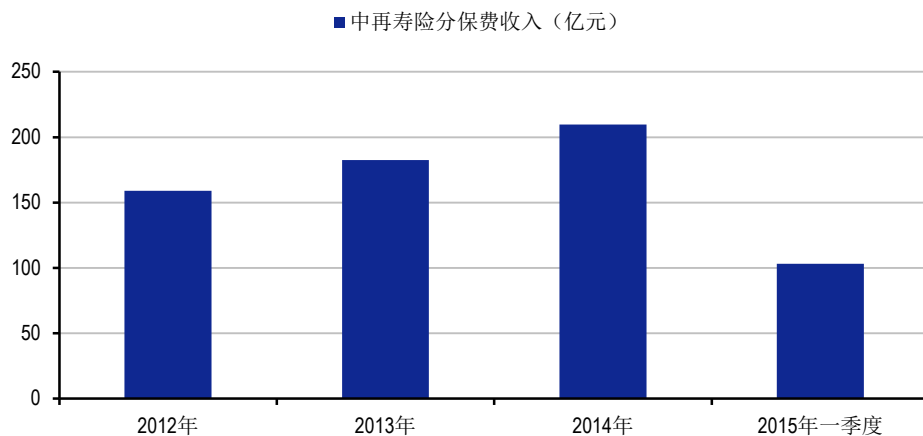


数据来源: 公司报告、安信国际

中再产险国际评级持续向好。在业务高速发展的同时，中再产险保持了较好的财务状况，截至 2015 年 3 月 11 日，中再产险偿付能力充足率在现行偿付能力监管规定下为 241%，2014 年，中再产险继续保持 A.M.Best“财务实力评级 A 级”和“发行人信用评级 a 级”，展望稳定，同时首次获得 Standard & Poor's 给予的长期保险公司财务实力和发债人信用“A+”评级以及展望稳定的结果。

中再集团拥有国内唯一一家专门经营人身再保险业务的中国公司。中再寿险成立于 2003 年 12 月 16 日，是国内唯一的一家专门经营人身再保险业务的中国公司，注册资本为 67.2 亿元。中再集团的绝大部分人身再保险业务由中再寿险经营，有很小一部分存续人身再保险业务留存在集团本级。2014 年人身再保险业务的分保费收入占集团总保费收入的 28.6%，2012 年、2013 年、2014 年及 2015 年第一季度，中再寿险实现分保费收入分别为 159.03 亿元、182.61 亿元、209.57 亿元及 103.06 亿元，占人身再保险业务板块的 99%以上。

图 3.34: 中再寿险分保费收入

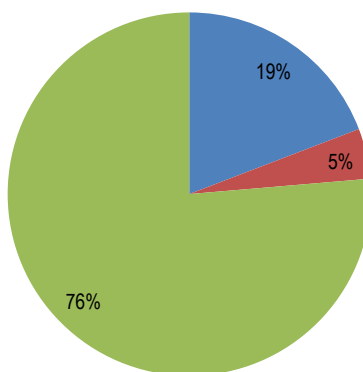


数据来源: 公司报告、安信国际

境内业务在市场占据领先地位。境内业务包括保障型再保险、储蓄型再保险以及财务再保险等业务,保障型业务全面覆盖死亡风险、疾病风险、退保风险、巨灾风险等保险风险。2012年、2013年、2014年及2015年第一季度,境内人身再保险分保费收入分别为93.66亿元、113.09亿元、150.03亿元及89.48亿元,2012年至2014年复合年增长率为26.6%。2003年至2012年中再寿险在中国人身再保险市场的分出口径市场份额均在50%以上,始终保持第一位。2013年以来,市场上急性财务再保险需求迅速扩张,基于对业务盈利水平和公司资本充足性情况的考虑,中再寿险放弃了部分规模较大但盈利水平低的财务再保险业务,受到这一因素的影响,当年中再寿险在中国人身再保险市场分出口径市场份额为37.7%,排名第二,扣除财务再保险后的市场份额为第一。

图 3.35: 2014年境内人身再保险业务结构

■ 保障型再保险 ■ 储蓄型再保险 ■ 财务再保险

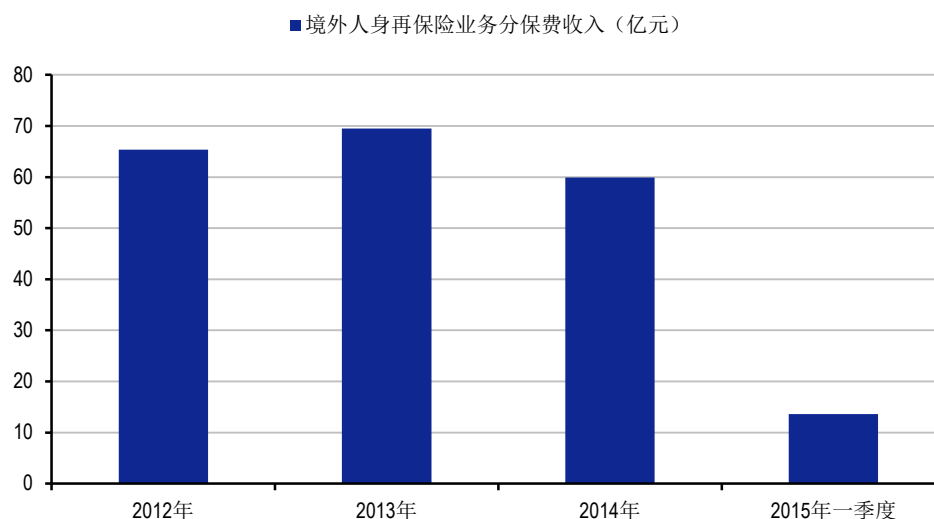


数据来源: 公司报告、安信国际

境外业务协同发展。在保持境内业务领先地位的同时,中再寿险开始进行境外业务的探索。2012年、2013年、2014年及2015年第一季度,境外人身再保险业务的分保费收入分别为65.37亿元、69.52亿元、59.54亿元及13.58亿元,其中跨境人民币再保险业务的分保费收入分别为59.71亿元、63.77亿元、53.02亿元及13.42

亿元，分别占同期境外人身再保险业务分保费收入的91.4%、91.7%、89.0%及98.8%。

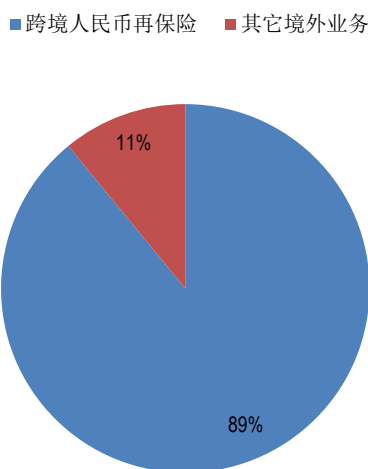
图 3.36: 境外人身再保险业务分保费收入



数据来源: 公司报告、安信国际

跨境人民币再保险业务高速发展。由于在国际贸易和投资活动中使用人民币情况日益普遍，境外个人和企业对人民币金融服务的需求逐渐增加，促使境外金融中心积极拓展人民币业务。经过多年的快速发展，香港已成为全球离岸人民币业务的枢纽，此外全球亦兴起多个离岸人民币中心，包括台湾、新加坡和伦敦等。受到离岸人民币发展的驱动，以人民币计价的人身保险产品也获得了热烈的市场反响。2014年香港以人民币计价的个人新单保费占比达10%，规模超过90亿人民币，承保人民币保单的保险公司寻求更理想的投资收益，催生了跨境人民币再保险业务的需求。中再寿险2010年率先在香港推出跨境人民币再保险业务，经过5年来的开拓发展，目前中再寿险已在香港、澳门、新加坡、台湾等国家和地区确定了跨境人民币再保险业务的领先地位，进一步拓宽了人身再保险的业务来源。2014年中再寿险分入的人民币个人新单规模保费占香港市场当年所有人民币个人新单保费的比例约为42%，香港地区所有销售人民币保单的人身险公司均与中再寿险确立了合作关系。截至2015年3月31日，中再寿险与香港、台湾、新加坡、澳门四个市场的20家分出公司开展了业务，共签订了26份再保险主合同与111份补充协议。

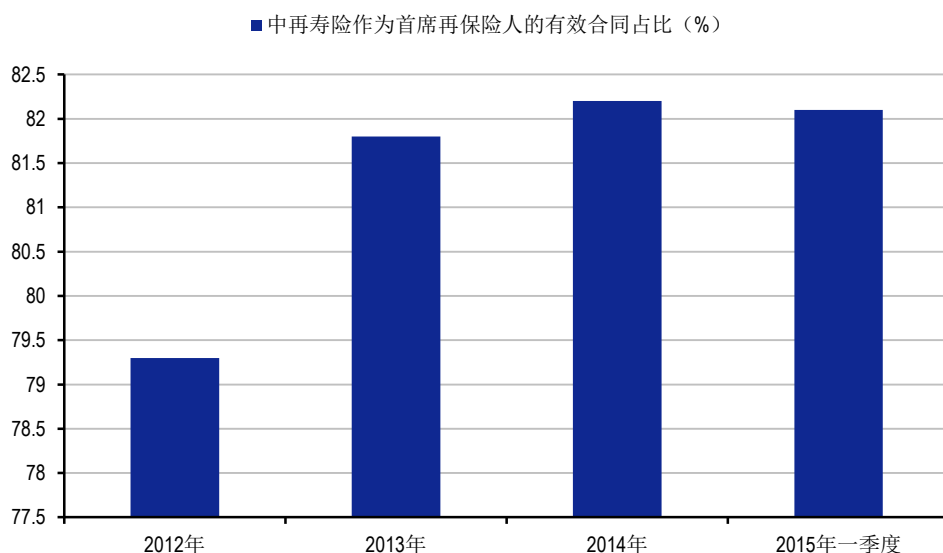
图 3.37: 2014 年境外人身再保险业务结构



数据来源: 公司报告、安信国际

客户资源丰富。经过数十年的发展,中再寿险已建立起丰富的客户基础。目前境内客户包括 75 家人身险公司中的 70 家,客户覆盖率达 93%,在香港地区,所有销售人民币保单的人身险公司全部与中再寿险开展了再保险业务合作。此外中再寿险与客户签订的有效合同数量逐年增长,2012 年至 2014 年复合年增长率为 25.0%。2012 年、2013 年 2014 年和 2015 年第一季度,中再寿险作为首席再保险人的有效合同占比分别达到 79.3%、81.8%、82.2%和 82.1%。

图 3.38: 中再寿险作为首席再保险人的有效合同比例

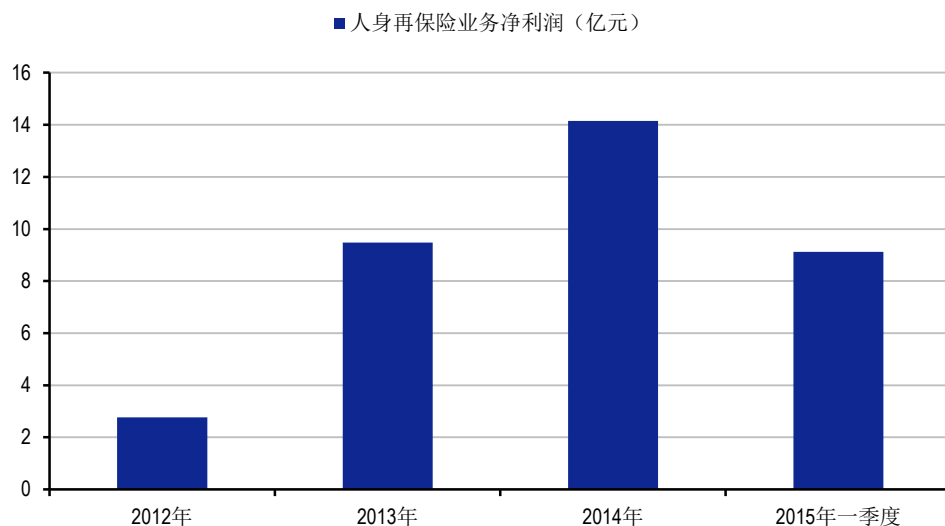


数据来源: 公司报告、安信国际

人身再保险业务规模和价值共同提升。得益于业务的健康发展和风险管控,在净利润及净资产率均实现快速增长的同时,人身再保险业务的价值也不断提升。2012 年、2013 年、2014 年及 2015 年第一季度,人身再保险业务分别实现净利润 2.77 亿元、9.48 亿元、14.15 亿元及 9.12 亿元,2012 年至 2014 年复合年增长率高达 126.0%,加权平均净资产收益率分别为 4.42%、12.75%、15.07%及 7.97%。截止

2015年3月31日,在11%风险折现率假设下,人身再保险业务内含价值达到152.20亿元,较上年末增长10.42%,一年新业务价值达到7.95亿元,较上年末增长23.63%。

图 3.39: 人身再保险业务净利润



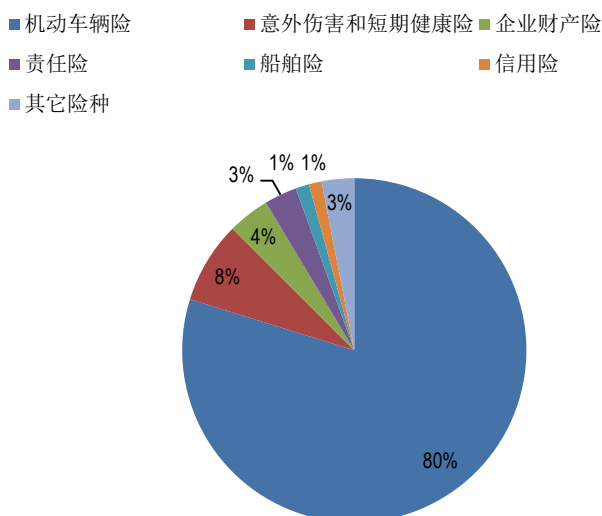
数据来源: 公司报告、安信国际

财务状况保持稳健, 获得国际评级机构认可。截止2015年3月31日,中再寿险偿付能力充足率为267%,2014年中再寿险在继续保持A.M.Best“财务实力评级A级”和“发行人信用评级a级”,展望稳定,同时中再寿险首次获得Standard & Poor’s给予的长期保险公司财务实力和发债人信用“A+”评级以及展望稳定的结构,评级结果展现了中再寿险文件的财务实力和风险管控能力,为人身再保险业务的可持续发展打下坚实的基础。

中再集团搭建直保公司延伸产业链。中国大地保险成立于2003年10月15日,是中再集团内唯一的财产险直保公司,注册资本为73.02亿元。

产品线丰富, 市场份额提升潜力大。2012年、2013年、2014年和2015年第一季度,大地保险原保费收入分别达到179.02亿元、198.46亿元、223.58亿元和67.45亿元,2012年至2014年复合年增长率11.8%,2015年第一季度同比增长21.2%,2014年和2015年第一季度,大地保险在国内财产险市场份额分别为3.0%和3.2%,均排名第六位,市场地位稳固,未来提升潜力大。大地保险拥有丰富的财产险产品线,截至2015年3月31日,在售财产险产品超过3500种,涵盖机动车辆险、意外伤害和短期健康险、企业财产险、责任险、船舶险、信用险、工程险、货运险、特殊风险保险、家庭财产险、农业保险、保证保险等,其中机动车辆保险是最重要的财产险产品,近三年来比重都接近80%。

图 3.40: 大地保险业务结构

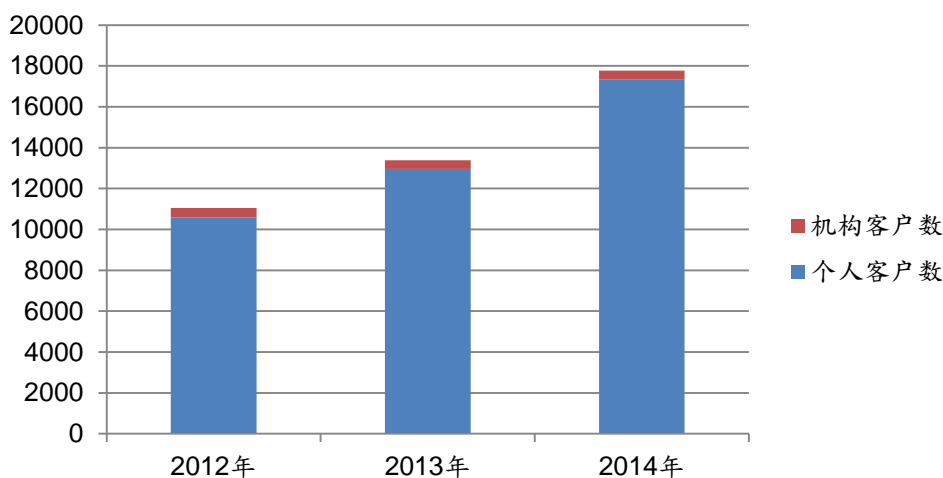


数据来源: 公司报告、安信国际

紧跟市场发展趋势, 加快产品创新和新业务布局。2011年, 大地保险推出专属某汽车品牌保险服务方案, 在国内市场推出第一个OEM品牌保险服务模式。2014年, 在广西推出机动车交通事故责任强制保险电子保单, 率先在国内实现了电子保单在车辆年检时的应用, 此外当年大地保险获得短期出口信用保险经营资格, 成为中国拥有该项资质的五家财产险公司之一。2015年, 大地保险获得个人贷款保证保险产品经营资格, 成为中国第三家获得此资格的财产险公司。

服务网络健全, 客户基础广泛。截至2015年3月31日, 大地保险的财产险分销和服务网络包括超过1800家分支机构及其他销售和服务网点, 覆盖了除西藏以外的中国全部地区, 拥有20511名内部销售人员和24736名保险营销员, 同时与7796家保险代理机构和207家保险经纪机构建立了业务合作关系。客户方面, 截至2015年3月31日, 拥有1261.3万名个人客户及约44.6万家机构客户。

图 3.41: 大地保险客户情况

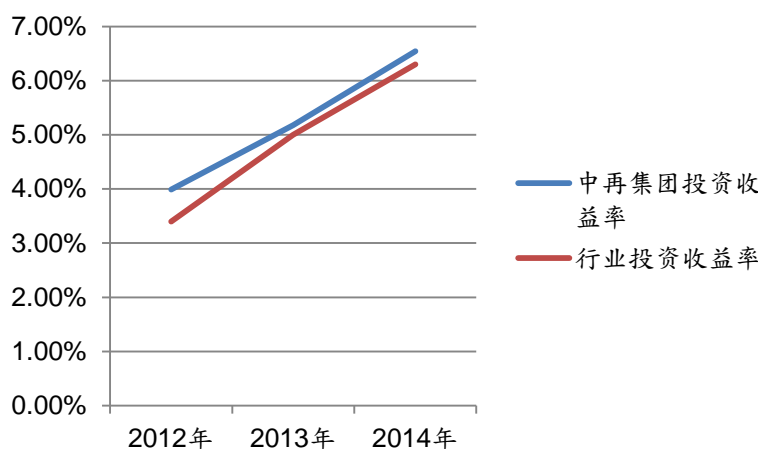


数据来源: 公司报告、安信国际

中再集团具有专业的资管公司。中再资产成立于2005年2月18日，是全国首批成立并运营的四家保险资产管理公司之一，注册资本为5亿元。截至2015年3月31日，中再集团总投资资产余额为1395.50亿元，其中委托中再资产进行管理的投资资产余额合计为1305.23亿元。

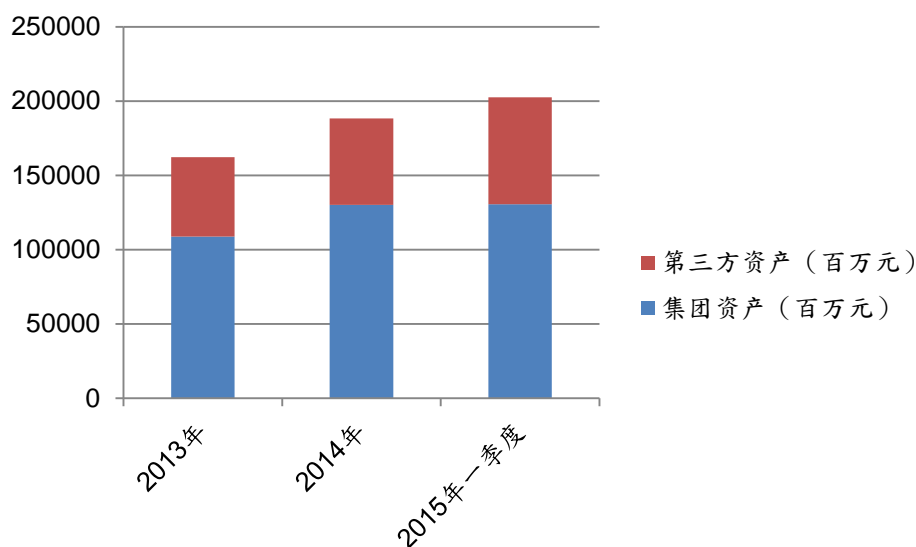
投资业绩超越同业，第三方资管起航。2012年、2013年及2014年，集团合并口径的总投资收益分别为38.74亿元、57.82亿元及83.97亿元，2012年至2014年复合年增长率为47.2%，集团合并口径的总投资收益率分别为3.99%、5.18%及6.54%，而同期行业投资回报率分别是3.4%、5.0%和6.3%。自2013年起，中再资产开始开展第三方资产受托管理业务，2013年、2014年两年第三方资产规模占比均超过30%，第三方资产受托管理业务已成为中再资产的重要业务之一。

图 3.42: 中再集团资金运用收益率



数据来源: 公司报告、安信国际

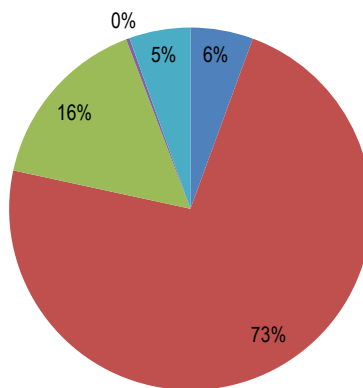
图 3.43: 中再集团资金运用结构



数据来源: 公司报告、安信国际

图 3.44: 2014 年中再集团资金组合情况

■ 现金及短期定期存款 ■ 固定收益投资 ■ 股权及基金投资 ■ 投资性房地产 ■ 于联营企业的投资



数据来源: 公司报告、安信国际

4. 盈利预测及估值分析

我们预计, 中再集团 2015 年-2017 年保费收入增速分别为 25%、23%、23%, 投资收益增速分别能达到 60%、30%、30%, 手续费及佣金费率分别为 18%、17%、17%。

我们预计, 中再集团 2015 年-2017 年内含价值增速分别能达到 36%、32%、33%, 净资产增速分别能达到 33%、31%、35%, 净利润增速分别能达到 63%、44%、44%, EPS 分别为 0.21 元、0.30 元、0.44 元。

中再集团在股东背景、市场地位方面与中国人民保险集团存在相似性。中国人民保险集团是内地有国资背景的综合保险集团, 其保险业务覆盖产寿健康全部业务, 其子公司人保财险在国内财产险行业中稳居第一, 人寿寿险发展迅速, 目前市场份额占据第三的位置, 人保健康作为首批建立的专业健康险公司积极参与到社会医疗改革的过程中。股东方面, 国家财政部是第一大股东, 占已发行普通股的 70.47%。

中再集团在业务结构方面与中国太平存在相似性。中国太平在境外有广泛布局, 如太平新加坡、太平英国、太平印尼等, 其中太平香港 2014 年实现财产险净利润 2.96 亿港元利润。此外, 中国太平积极开展再保险业务, 主要包括亚太地区的短期财产再保险业务和若干类别的长期人身再保险业务, 2014 年中国太平再保险业务香港市场排名保持第一, 长期人身再保险业务取得突破, 推动总保费同比增长 63.4%, 非人身再保险业务承保利润增长 2.2 倍。

图 4.1: 可比公司 PB 倍数



数据来源: WIND、安信国际

2013 年以来, 中国人民保险集团和中国太平 PB 平均值为 1.5 倍和 1.8 倍, 考虑到中再集团业务性质和市场地位, 我们认为中再集团合理的估值倍数在 1.55 倍, 对应 6 个月目标价在 4.1 元。



资产负债表	2013A	2014A	2015E	2016E	利润表	2013A	2014A	2015E	2016E
资产总额(亿元)	1,548.29	1,896.75	2433.615872	3208.598455	营业收入(亿元)	683.01	777.99	945.5876667	1169.076712
现金及现金等价物(亿元)	73.25	79.04	102.1709578	129.0097246	总保费收入(亿元)	673.75	737.53	921.9125	1133.952375
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产(亿元)	26.41	25.38	33.93927778	41.41935729	分出保费(亿元)	-35.58	-41.92	-82.972125	-102.0557138
买入返售金融资产(亿元)	2.36	11.55	8.984575082	14.16402375	净保费收入(亿元)	638.17	695.61	838.940375	1031.896661
应收保费(亿元)	4.71	5.89	9.194055396	12.90893524	提取未到期责任准备金(亿元)	-27.05	-7.09	-27.657375	-34.01857125
应收分保账款(亿元)	149.03	117.34	208.7071528	263.9455578	已赚净保费(亿元)	611.12	688.52	811.283	997.87809
再保险人应占保险合同负债份额(亿元)	39.94	50.58	69.65761586	94.86347008	投资收益(亿元)	59.91	76.33	122.128	158.7664
定期存款(亿元)	306.98	319.62	414.3811154	516.3971866	其他收入(亿元)	11.98	13.14	12.17666667	12.43222222
可供出售金融资产(亿元)	417.31	459.34	601.82134	769.6902426	给付、赔款及费用合计(亿元)	-640.1	-716.86	-842.3248246	-1017.578277
持有至到期投资(亿元)	178.91	181.86	238.3855737	295.4776003	给付及赔款	-415.35	-503.77	-593.9416712	-741.0465949
贷款及垫款(亿元)	73.8	129.45	143.3783279	201.0695492	手续费及佣金支出(亿元)	-157.99	-132.26	-178.4531534	-204.0283486
保户质押贷款	1.8	2.35	2.795215122	3.670388303	财务费用(亿元)	-2.09	-1.3	-1.94	-1.776666667
于联营和合营公司投资(亿元)	0.06	77.09	61.46463969	108.0092114	其他支出(亿元)	-64.67	-79.52	-67.99	-70.72666667
存出资本保证金(亿元)	129.8	121.8	163.8759636	198.4191368	对联营企业的投资收益	0.00	8.94	10	12
投资性房地产(亿元)	4.6	4.33	5.738203851	6.909769297	税前利润(亿元)	42.91	70.07	113.2628421	163.4984354
物业、厂房及设备(亿元)	24.19	25.65	32.54012876	40.49328726	所得税(亿元)	-8.95	-15.31	-23.78519684	-34.33467143
商誉及无形资产(亿元)	15.03	15.02	19.55323578	23.99078689	净利润(亿元)	33.96	54.76	89.47764526	129.163764
递延税项资产(亿元)	5	4.42	6.031962708	7.149864093	归属于母公司股东净利润(亿元)	33.73	54.04	88.41926909	127.4182934
其他	95.11	266.03	310.9965304	481.0103638	归属于少数股东净利润(亿元)	0.22	0.71	1.058376171	1.745470551
负债:	-	-	-	-	基本每股收益(元)	0.0900	0.1500	0.210634758	0.304057825
负债总额(亿元)	1,089.41	1,350.40	1703.53111	2246.018919					
卖出回购金融资产(亿元)	34.81	23.09	68.1412444	75.01093992					
应付分保账款(亿元)	87.92	46.98	68.1412444	91.03287718					
应付税项(亿元)	0.79	6.6	6.81412444	10.12628367					
保户储金(亿元)	9.66	9.51	8.51765555	12.83378514					
投资合同负债(亿元)	50.17	211.92	340.706222	431.8885098					
保险合同负债(亿元)	869.98	972.46	1022.118666	1462.868704					
递延税项负债(亿元)	3.21	14.04	10.22118666	18.06196758					
负债其他项目(亿元)	32.87	65.8	178.8707666	144.1958512					
股东权益:	-	-	-	-					
股本(亿元)	364.08	364.08	424.8	424.8					
储备(亿元)	18.09	61.67	43.91	52.51666667					
未分配利润(亿元)	70.78	113.19	251.5197241	472.0847816					
归属于母公司股东权益(亿元)	452.95	538.93	720.2297241	949.4014483					
少数股东权益(亿元)	5.93	7.41	9.855037362	13.17808827					
股东权益合计(亿元)	458.88	546.35	730.0847615	962.5795366					
负债及股东权益合计(亿元)	1,548.29	1,896.75	2433.615872	3208.598455					

数据来源: 公司资料、安信国际预测

客户服务热线

香港：2213 1888

国内：40086 95517

免责声明

此报告只提供给阁下作参考用途，并非作为或被视为出售或购买或认购证券的邀请或向任何特定人士作出邀请。此报告内所提到的证券可能在某些地区不能出售。此报告所载的资料由安信国际证券(香港)有限公司（安信国际）编写。此报告所载资料的来源皆被安信国际认为可靠。此报告所载的见解，分析，预测，推断和期望都是以这些可靠数据为基础，只是代表观点的表达。安信国际，其母公司和/或附属公司或任何个人不能担保其准确性或完整性。此报告所载的资料、意见及推测反映安信国际于最初发此报告日期当日的判断，可随时更改而毋须另行通知。安信国际，其母公司或任何其附属公司不会对因使用此报告内之材料而引致任何人士的直接或间接或相关之损失负上任何责任。

此报告内所提到的任何投资都可能涉及相当大的风险，若干投资可能不易变卖，而且也可能不适合所有的投资者。此报告中所提到的投资价值或从中获得的收入可能会受汇率影响而波动。过去的表现不能代表未来的业绩。此报告没有把任何投资者的投资目标，财务状况或特殊需求考虑进去。投资者不应仅依靠此报告，而应根据自己的判断作出投资决定。投资者依据此报告的建议而作出任何投资行动前，应咨询专业意见。

安信国际及其高级职员、董事、员工，可能不时地，在相关的法律、规则或规定的许可下 (1)持有或买卖此报告中所提到的公司的证券，(2)进行与此报告内容相异的仓盘买卖，(3)与此报告所提到的任何公司存在顾问，投资银行，或其他金融服务业务关系，(4)又或可能已经向此报告所提到的公司提供了大量的建议或投资服务。投资银行或资产管理可能作出与此报告相反投资决定或持有与此报告不同或相反意见。此报告的意见亦可能与销售人员、交易员或其他集团成员专业人员的意见不同或相反。安信国际，其母公司和/或附属公司的一位或多位董事，高级职员和/或员工可能是此报告提到的证券发行人的董事或高级人员。(5)可能涉及此报告所提到的公司的证券进行自营或庄家活动。

此报告对于收件人来说是完全机密的文件。此报告的全部或任何部分均严禁以任何方式再分发予任何人士，尤其（但不限于）此报告及其任何副本均不可被带往或传送至日本、加拿大或美国，或直接或间接分发至美国或任何美国人士（根据 1933 年美国证券法 S 规则的解释），安信国际也没有任何意图派发此报告给那些居住在法律或政策不允许派发或发布此报告的地方的人。

收件人应注意安信国际可能会与本报告所提及的股票发行人进行业务往来或不时自行及 / 或代表其客户持有该等股票的权益。因此，投资者应注意安信国际可能存在影响本报告客观性的利益冲突，而安信国际将不会因此而负上任何责任。

此报告受到版权和资料全面保护。除非获得安信国际的授权，任何人不得以任何目的复制，派发或出版此报告。安信国际保留一切权利。

规范性披露

- 本研究报告的分析员或其有联系者（参照证监会持牌人守则中的定义）并未担任此报告提到的上市公司的董事或高级职员。
- 本研究报告的分析员或其有联系者（参照证监会持牌人守则中的定义）并未拥有此报告提到的上市公司有关的任何财务权益。
- 安信国际拥有此报告提到的上市公司的财务权益少于 1%或完全不拥有该上市公司的财务权益。

公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 预期未来 6 个月的投资收益率为 15%以上；
- 增持 — 预期未来 6 个月的投资收益率为 5%至 15%；
- 中性 — 预期未来 6 个月的投资收益率为 -5%至 5%；
- 减持 — 预期未来 6 个月的投资收益率为 -5%至-15%；
- 卖出 — 预期未来 6 个月的投资收益率为 -15%以下。

安信国际证券(香港)有限公司

地址：香港中环交易广场第一座三十九楼电话：+852-2213 1000

传真：+852-2213 1010