

目 录

转债发行后集团偿付能力有望有效改善	3
如获保监会批准将直接计入偿付能力资本，集团偿付能力将达 195%	3
相比股权融资，转债对市场冲击较小	4
触底反弹，行业景气程度有望回暖	5
投资建议：估值触底，偿付能力改善，长期投资价值显现	7
风险提示	7

图表目录

图 1: 平安偿付能力面临较大压力	3
图 2: 转债发行后集团偿付能力将达到 195%	3
图 3: 平安转债主要摘要	4
图 4: 银行五年定存利率超 5%	5
图 5: 国内各公司银保保费	6
图 6: 保险板块估值表	7

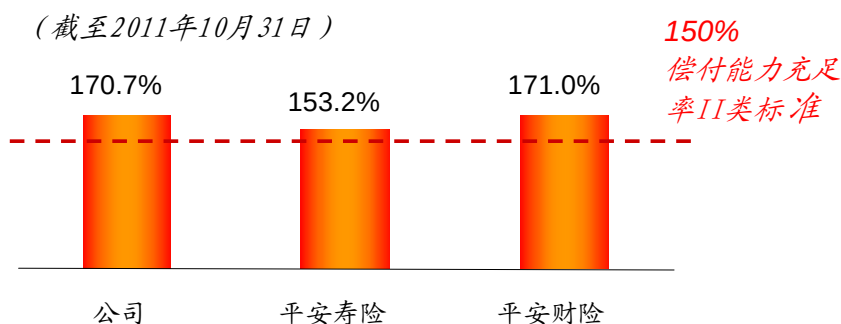
中国平安 12 月 20 日晚公告：中国平安董事会决议，将发行不超过 260 亿可转债，债券期限 6 年，此次 A 股转债持有人索偿权位于普通债权人后，类似次级可转债。对此，我们点评如下：

转债发行后集团偿付能力有望有效改善

如获保监会批准将直接计入偿付能力资本，集团偿付能力将达 195%

截至 10 月 31 日，平安集团偿付能力充足率为 170.7%，接近保监会规定之 150%警戒线。平安寿险为 153.2%，平安产险为 171.0%，深发展资本充足率与核心资本充足率分别为 11.5%和 8.4%，各子公司偿付能力均居较低水平。

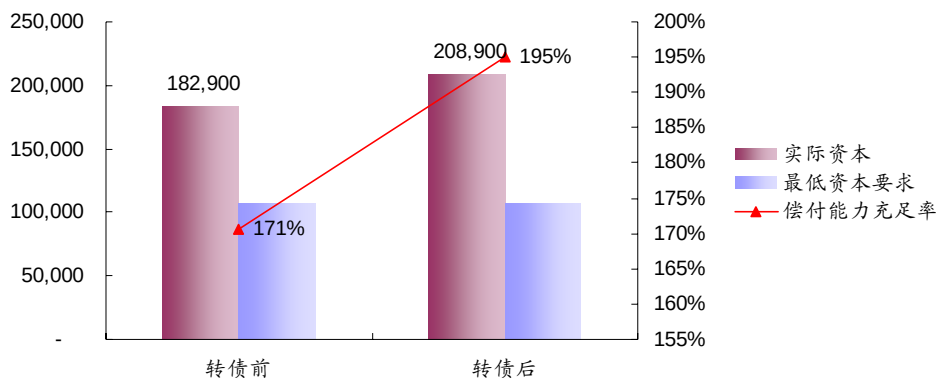
图 1： 平安偿付能力面临较大压力



资料来源：华泰联合证券研究所、公司公告

理论上，可转债在转股之前是不可计入保监会偿付能力资本的，只有次级债可以计入偿付能力资本并在最后五年逐步确认负债。但是此次平安转债索偿权位于普通债权人之后，类似次级债，如获保监会认可将直接计入偿付能力资本，**静态测试集团偿付能力将达到 194.9%**，公司资本金压力将得到有效改善。

图 2： 转债发行后集团偿付能力将达到 195%



资料来源：华泰联合证券研究所、公司公告

不过，由于此次平安类似次级可转债发行为业内首次，保监会目前规定中未有明确说明。因此在保监会尚未明确批准之前，此次可转债能否计入偿付能力资本计算仍有部分不确定性。

相比股权融资，转债对市场冲击较小

可转债从启动、申请到实际发行需较长时间，预计从董事会决议到转股期开始需一年以上，对股东利润摊薄效应也将是温和且逐步释放的，相比公开增发，预计市场冲击较小。此次公告 12 年临时董事会日期在 2 月 8 日，之后保监会、证监会批准，预计实际发放将会等到 12 年下半年开始。

与此同时，需要注意的是此次公司公告中有条件赎回部分内容：在 A 股可转债转股期内，若公司 A 股股票连续 30 个交易日中至少有 15 个交易日的收盘价格不低于当期转股价格的 130%（含 130%），公司有权按照债券面值加当期应计利息的价格赎回全部或部分未转股的 A 股可转债。

根据这一规定，如果正股价格高于当期转股价格 30%，理想债券投资者为避免公司按债券面值赎回，均会选择转股后在二级市场抛售。因此这会造出公司股价在一定幅度涨幅后（接近 30%）面临较大转股抛售压力。

此外，目前国内转债市场规模仅约千亿，而平安之前仍有民生银行（200 亿）和中石化（300 亿）转债等待发行，市场供给过度，预计平安此次转债发行或将有一定压力。

图 3： 平安转债主要摘要

项目	主要内容
发行规模	不超过人民币 260亿元 ，具体数额提请股东大会授权董事会或其授权人士确定
债券期限	A股可转债发行之日起 6年
票面利率	不超过3%，提请股东大会授权董事会或其授权人士在发行前具体确定
转股期限	自A股可转债发行结束之日起满6个月后的第1个交易日起至A股可转债到期日止
初始转股价格	不低于募集说明书公布日前 20个交易日公司A股股票交易均价 和前1个交易日公司A股股票交易均价，提请股东大会授权公司董事会或其授权人士在发行前具体确定
到期赎回	A股可转债期满后5个交易日内，公司将以A股可转债票面面值上浮一定比例（含最后一期年度利息）的价格向投资者赎回全部未转股的A股可转债。具体上浮比率提请股东大会授权董事会或其授权人士在发行前确定
有条件赎回	1) 在A股可转债转股期内，若公司A股股票连续30个交易日中至少有15个交易日的收盘价格不低于 当期转股价格的130% （含130%），公司有权按照债券面值加当期应计利息的价格赎回全部或部分未转股的A股可转债 2) 此外，A股可转债未转股余额不足人民币3,000万元时，公司董事会有权决定按面值加当期应计利息的价格赎回全部未转股的A股可转债 3) 公司行使有条件赎回权利应符合中国保监会的要求（如有）。提请股东大会授权公司董事会或其授权人士在行使该权利需要取得中国保监会同意时，由董事会或其授权人士负责具体事宜
募集资金用途	A股可转债募集资金在扣除发行费用后，用于补充公司营运资金，以支持集团各项业务发展；以及中国保监会批准的其它用途（包括但不限于在中国保监会批准后，补充公司资本金以提高公司偿付能力）。在A股可转债持有人转股后补充公司资本金
与偿付能力资本有关的特别条款	提请股东大会授权董事会或其授权人士在本次发行前决定是否为满足中国保监会可能的关于A股可转债计入偿付能力资本的要求而设定如下条款： 1、有条件赎回权利的行使以中国保监会无异议为前提条件 2、本次A股可转债的债券持有人对公司的 索偿权位于其他普通债权人之后
决议有效期	公司股东大会审议通过本次发行方案之日起 12个月

资料来源：华泰联合证券研究所、公司公告

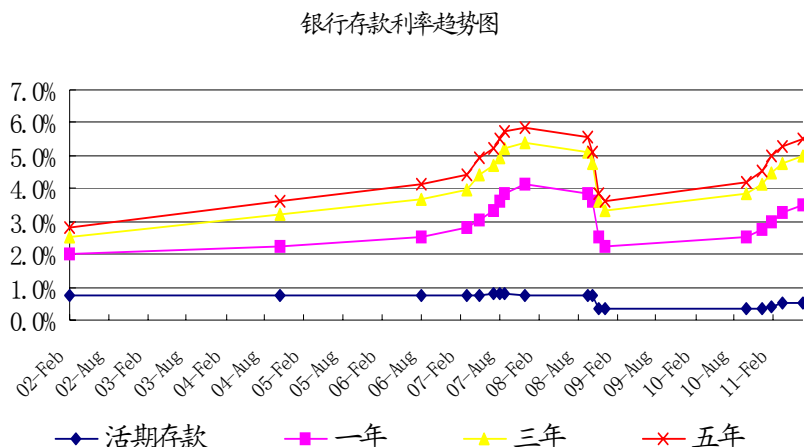
触底反弹，行业景气程度有望回暖

11 年行业基本面趋势性下降，行业投资和保费两方面双双受损：一方面投资遭遇 10 年一遇的股债双杀；另一方面银保渠道受限则直接导致保费出现负增长。展望未来，我们预计保险行业景气程度 12 年有望逐步回暖，行业基本面触底反弹：

- 1) 投资方面，抛开权益市场波动的判断，大额协议存款将会显著拉升公司投资收益率：由于央行 10 年下半年以来的持续加息，目前 5 年定存利率已经达到 5.5%，而保险公司与银行的大额协议存款利率基本在 6% 以上。

同时，此轮加息周期自 10 年下半年开始至今已有 2 年，伴随央行连续 5 次加息，债券收益率也在 11 年趋势性上行。这直接导致了 11 年保险公司债券价格市值的损失。展望 12 年，我们认为央行出台进一步紧缩货币政策的可能性非常小，加息已进入尾端，而伴随通胀预期向下，债券市场价格未来有望进入中期向上阶段。

图 4： 银行五年定存利率超 5%



资料来源：华泰联合证券研究所、公司公告

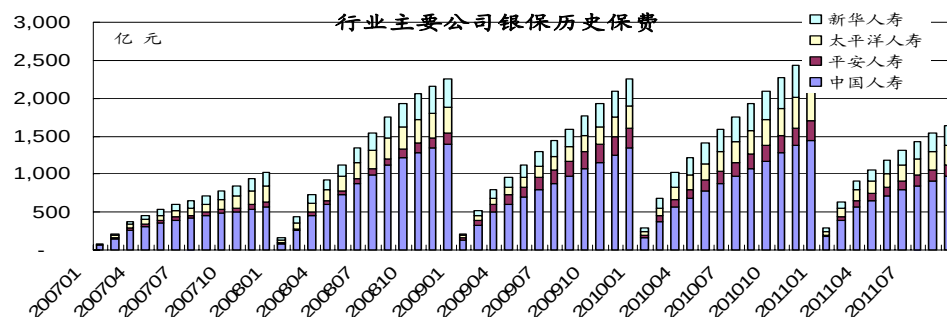
- 2) 保费方面，11 年前三季度，寿险行业规模保费 7649 亿元，同比下降 7.4%。行业保费出现大规模下降的主要原因就是银保渠道销售今年以来的持续低迷。我们预计行业前七大寿险公司前三季度银保规模保费同比负增长约 10%。我们认为出现银保保费大幅下降的主要原因是：

- 央行紧缩货币政策下银行存贷比考核压力大，为防储蓄分流，银行销售银保产品意愿下降。
- 银监会 10 年 90 号文限制保险代理人银行驻点销售，银保销售产生困难。
- 持续加息以及信托、银行理财产品收益率上升导致银保产品吸引力下降。

预计 12 年行业银保保费同比恢复平稳增长，理由如下：

- 回顾 2011 年抑制银保渠道保费的三个因素，我们认为最主要的因素还是央行货币政策的情况。12 年货币政策进一步从紧的概率较小，我们认为大概率事件是货币政策适度回归中性。在此基础上，银保渠道销售压力好转。
- 针对银监会 10 年 90 号文禁止代理人驻点销售，我们认为一方面银行自有员工经过一年多培训，保险销售能力有所提高；另一方面新任保监会主席项俊波来自于银行系统，银行与保险渠道间关系或将缓和。
- 11 年四季度以来，银行理财产品和信托产品收益率出现下降趋势。同时媒体对房地产信托风险的反复报道也将使得投资者会风险与收益重新考虑。预计理财产品资金回流也将成为 12 年银保增长的动力之一。

图 5： 国内各公司银保保费



资料来源：华泰联合证券研究所、公司公告

我们认为作为行业龙头，板块行业景气周期上升，平安基本面也将在此过程中得到明显改善。

投资建议：估值触底，偿付能力改善，长期投资价值显现

公司目前股价 11PEV 仅 1.2 倍，估值处于历史低点，未来伴随行业景气回暖，公司有望保持稳健增长，目前股价已具有长期投资价值。

此次转债后公司资本金有望得到有效补充，而转债方式相比公开增发也更温和，但未来潜在转股将对公司股价在一定涨幅后产生抑制。

图 6： 保险板块估值表

证券简称	价格	EV				1YrVNB				P/EV				VNBX			
		2009A	2010A	2011E	2012E	2009A	2010A	2011E	2012E	2009A	2010A	2011E	2012E	2009A	2010A	2011E	2012E
中国平安	36.32	21.14	26.29	29.22	34.83	1.61	2.03	2.26	2.72	1.7	1.4	1.24	1.0	9.4	4.9	3.1	0.5
中国人寿	16.56	10.09	10.55	10.75	11.95	0.63	0.70	0.75	0.86	1.6	1.6	1.54	1.4	10.3	8.6	7.7	5.4
新华保险	26.88		23.40	19.20	22.65		3.95	1.50	1.79		1.1	1.40	1.2		0.9	5.1	2.4
中国太保	19.23	11.60	12.80	13.46	15.17	0.59	0.71	0.81	0.98	1.7	1.5	1.43	1.3	13.0	9.1	7.1	4.2

证券简称	价格	EPS				BVPS				P/E				P/B			
		2009A	2010A	2011E	2012E	2009A	2010A	2011E	2012E	2009A	2010A	2011E	2012E	2009A	2010A	2011E	2012E
中国平安	36.32	1.89	2.26	2.57	3.18	11.57	14.66	16.40	19.18	19.2	16.04	14.1	11.4	3.1	2.48	2.2	1.9
中国人寿	16.56	1.16	1.19	0.80	1.03	7.47	7.38	6.72	7.35	14.2	13.92	20.7	16.1	2.2	2.24	2.5	2.3
新华保险	30.00		1.87	0.92	1.15		5.47	10.37	11.52		16.01	32.6	26.2		5.48	2.9	2.6
中国太保	19.23	0.87	1.00	1.15	1.40	8.80	9.34	9.33	10.33	22.2	19.33	16.7	13.7	2.2	2.06	2.1	1.9

数据来源：公司年报，华泰联合证券研究所

风险提示

权益市场波动会对公司业绩产生影响，增加其不确定性。



华泰联合证券评级标准:

时间段 报告发布之日起 6 个月内
基准市场指数 沪深 300 (以下简称基准)

股票评级

买入 股价超越基准 20%以上
增持 股价超越基准 10%-20%
中性 股价相对基准波动在 $\pm 10\%$ 之间
减持 股价弱于基准 10%-20%
卖出 股价弱于基准 20%以上

行业评级

增持 行业股票指数超越基准
中性 行业股票指数基本与基准持平
减持 行业股票指数明显弱于基准

深圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 25 层
邮政编码: 518048
电话: 86 755 8249 3932
传真: 86 755 8249 2062
电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn

上海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 45 层
邮政编码: 200120
电话: 86 21 5010 6028
传真: 86 21 6849 8501
电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn

免责声明

本报告仅供华泰联合证券有限责任公司 (以下简称“华泰联合”) 签约客户使用。华泰联合不因接收到本报告而视其为华泰联合的客户。客户应当认识到有关本报告的短信、邮件提示及电话推荐仅为研究观点的简要沟通, 对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于华泰联合认为可靠的、已公开的信息编制, 但华泰联合不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断, 本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动, 涉及证券或投资标的的以往表现不应作为日后表现的保证。在不同时期, 或因使用不同假设和标准, 采用不同观点和分析方法, 致使华泰联合发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告, 对此华泰联合可不发出特别通知。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给华泰联合客户作参考之用, 在任何情况下并不构成私人咨询建议, 也没有考虑到个别客户的目标或财务状况; 同时并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的广告、要约或向人作出的要约邀请。

市场有风险, 投资需谨慎。本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售, 投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估, 并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求, 必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下, 华泰联合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。

华泰联合是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资咨询、投资管理等多项业务的全国性综合类证券公司。在法律许可的情况下, 华泰联合投资业务部门可能会持有报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易, 可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务, 可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。华泰联合的投资顾问、销售人员、交易人员以及其他类别专业人士可能会依据不同的信息来源、不同假设和标准, 采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰联合没有将此意见及建议向本报告所有接收者进行更新的义务。华泰联合利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门、集团或关联机构间的信息流动。撰写本报告的证券分析师的薪酬由研究部门管理层和公司高级管理层全权决定, 分析师的薪酬不是基于华泰联合投资银行收入而定, 但是分析师的薪酬可能与投行整体收入有关, 其中包括投行、销售与交易业务。

华泰联合的研究报告主要以电子版形式分发, 间或也会辅以印刷品形式分发。华泰联合向所有客户同时分发电子版研究报告。华泰联合对本报告具有完全知识产权, 未经华泰联合事先书面授权, 本研究报告的任何部分均不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。若华泰联合以外的机构向其客户发放本报告, 则由该机构独自为此发送行为负责, 华泰联合对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华泰联合向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

©版权所有 2011 年 华泰联合证券有限责任公司