

发行转债，靴子落地

增持维持

投资要点:

- 实质为公开增发募集资金 260 亿
- 本次发行目的是补充偿付能力
- 此次发行已在市场预期内，股价负面影响有限

报告摘要:

- **事件:** 12 月 20 日，公司董事会审议通过了《关于审议公开发行人 A 股可转换公司债券的议案》，本次可转债发行总额不超过人民币 260 亿，发行期限为 6 年，票面利率不超过 3%。本次可转债转股期为发行结束后六个月至可转债到期日止。初始转股价不低于公布募集说明书之日前二十个交易日公司 A 股股票交易均价和前一个交易日公司 A 股股价。当公司 A 股股价在任意连续三十个交易日中有十五个交易日收盘价低于当期转股价格的 80% 时，董事会有权提出转股价向下修正并提交股东大会审议，修正的转股价不低于股东大会前二十个交易日均价和前一交易日股价。
- **本次可转债发行实质为公开增发股票。** 本次可转债票面利率在可转债中处于中上游，但远低于同期银行存款利率，银根紧缩背景下，此利息收益对投资人吸引力有限，所以其实质即公开发行增发股票，募集资金 260 亿元。
- **发行转债目的为补充偿付能力。** 如我们在前期报告《保险公司偿付能力充足率评估》等中提到的，本次利率周期中保险公司盈利能力下降，股市乏力更是导致实际偿付能力加速缩水，所以寿险行业均面临偿付能力充足率不足压力。此前，中国人寿、中国平安和中国太保均已发行次级债补充偿付能力。相比之下，转债成本更低且更有效。
- **偿付能力提高 24.2 个百分点。** 公司公告显示，截止 2011 年 10 月 31 日，公司偿付能力充足率为 170.7%，寿险公司为 153.2%，产险公司为 171%，深发展的资本充足率和核心资本充足率为 11.5% 和 8.4%。寿险公司已逼近偿付能力充足率 II 类红线，银行充足率也处较低水平。本次发行完成后，仅以 10 月 31 日数据静态测算，假设 260 亿元资金全部转股，公司偿付能力提高 24.2 个百分点，达 194.9%。
- 本次发行和募集资金金额均已在市场预期之内，所以尽管公开增发会对股价有负面影响，但不会太大。此次利率周期中公司低景气已在盈利和估值上充分反映，目前估值已接近历史最低点，从中长期来看，具备投资价值，维持增持评级。

非银行金融行业研究组

分析师:

黄立军 (S1180209070180)

电话: 010-88085983

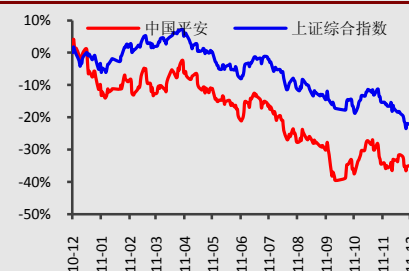
Email: huanglijun@hysec.com

邢波 (S1180511080004)

电话: 010-88085963

Email: xingbo@hysec.com

市场表现



相关研究

- 保险年度策略: 税收政策! 你懂得 12.5
- 保险月报: 折现率反弹高度下降 11.18
- 保险四季度策略: 攻守兼备 10.10
- 中国平安: 计划外变化加深跌幅不改趋势 9.26
- 保险公司业绩评估体系及应用 9.10
- 保险公司偿付能力充足率评估 9.2
- 保险月报: 寿险承保惯性下探 8.30

保费收入(百万元, %)	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
个人保险	99,863	130,146	144,056	174,644	206,080
首年保费	31,024	42,699	47,263	57,298	67,612
续期保费	68,839	87,447	96,794	117,346	138,468
银行保险	27,783	27,098	41,441	48,900	57,702
首年保费	27,148	26,193	40,454	47,736	56,328
续期保费	635	905	987	1,164	1,374
团体保险	6,857	7,204	11,840	9,314	10,991
首年保费	6,812	7,158	10,656	8,383	9,892
续期保费	45	46	1,184	931	1,099
寿险保费收入合计	134,503	164,448	197,338	232,858	274,773
同比增速	31.39%	0	0	18.00%	18.00%
首年保费合计	64,984	76,050	98,373	113,417	133,832
同比增速	43.06%	0	0	15.29%	18.00%
标准保费	36,750	49,490	54,439	62,419	74,182
同比增速	34.97%	0	0	14.66%	18.84%
APB margin	32.12%	0	0	29.00%	29.00%
车险	29,561	49,420	58,194	72,743	88,746
非车险	7,476	11,205	20,784	25,979	31,695
短期意外和健康险	1,737	1,882	4,157	5,196	6,339
财险保费收入合计	38,774	62,507	83,134	103,918	126,780
同比增速	43.53%	1	0	25.00%	22.00%
内涵价值(百万元)	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
期初内涵价值	69,643	100,704			
内含价值的预期回报	7,431	9,823			
本期内新业务的价值	12,654	16,310			
其他经验差异	601	392			
投资回报差异	3,404	1,392			
市场价值调整	4,989	-2,719			
股东红利分配	-952	-2,023			
资本注入	1,700	716			
期末内涵价值	100,704	121,086			
经调整净资产	94,606	123,573	148,605	160,584	188,468
有效业务价值	60,651	77,413	90,854	115,556	145,809
调整后有效业务价值	60,651	77,413	90,854	115,556	145,809
一年新业务价值	13,945	18,192	0	18,102	21,513
调整后一年新业务价值	11,805	15,507	16,876	15,386	18,286
新业务倍数	30	30	30	30	30
每股评估价值(元)		78	88	96	96
估值水平	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
P/B	3.62	2.75	2.55	2.15	1.83
P/E	22.15	18.49	15.33	10.57	9.67
P/EVPS	1.98	1.59	1.34	1.16	0.96

分析师简介:

分析师姓名: 黄立军, 宏源证券研究所非银行金融行业研究员, 中国人民银行研究生院金融硕士, 2009 年加盟宏源证券研究所。2008 年新财富非银行金融行业最佳分析师第三名。2009 年今日投资非银行金融行业第一名。

主要研究覆盖公司: 中国人寿、中国太保、中国平安、中信证券、海通证券、招商证券、光大证券、东北证券、长江证券等。

机构销售团队

	郭振举	牟晓凤	孙利群	
华北区域	010-88085798 guozhenju@hysec.com	010-88085111 muxiaofeng@hysec.com	010-88085756 sunliqun@hysec.com	
华东区域	张璐 010-88085978 zhangjun3@hysec.com	王俊伟 021-51782236 wangjunwei@hysec.com	赵佳 010-88085291 zhaojia@hysec.com	奚曦 021-51782067 xixi@hysec.com
华南区域	崔秀红 010-88085788 cuixiahong@hysec.com	贾浩森 010-88085279 jiahaosen@hysec.com	雷增明 010-88085989 leizengming@hysec.com	罗云 010-88085760 luoyun@hysec.com
重点机构	曾利洁 010-88085991 zenglijie@hysec.com			

宏源证券评级说明:

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后 6 个月内的公司股价 (或行业指数) 涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 20%以上
	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% ~ 20%
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5%以上
行业投资评级	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5%以上
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5%以上

免责条款:

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果, 本公司概不负责。

本公司所隶属机构及关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有, 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, 需注明出处为宏源证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。