

罗毅, CFA 86-755-82940797
luoyi@cmschina.com.cn

洪锦屏 86-755-82960071
hongjinping@cmschina.com.cn

2010年3月18日

AIG“砸锅卖铁”风云录

—保险市场焦点系列之一—

金融

保险

中性(维持)

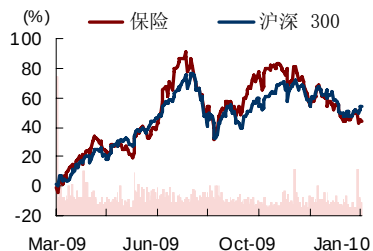
上证指数 3050

行业规模

		占比%
股票家数(只)	3	0.2
总市值(亿元)	9806	4.2
流通市值(亿元)	8875	6.1

行业指数

%	1m	6m	12m
绝对表现	-5.0	-3.3	43.8
相对表现	-6.2	-6.7	-6.0



相关报告

1、《溢价收购凸显亚洲保险业务巨大潜力-保诚收购AIG亚洲业务传闻点评》2010/3/2

AIG 出售资产直接导致全球保险业格局的变动, 而其估值方法和水平对保险资产的定价有着非常显著的参考意义。

- **债台高筑, AIG 被迫踏上“砸锅卖铁”还债道路。**金融危机使 AIG 投资巨额亏损、信用评级下调、交易对手追索抵押品, AIG 股价因此遭受了灾难性的暴跌, 并最终由美政府接管救助得以存活, 截至目前 AIG 需偿还美政府救助款项高达 1823 亿美元。持续亏损, 债台高筑, AIG 不得不踏上“砸锅卖铁”还债的漫长征程。
- **AIG 相继高额出售 AIA 和 ALICO 偿还债务。**3 月 1 日 AIG 宣布将以 355 亿美元将其旗下亚洲寿险业务友邦保险(AIA)出售给英国最大保险商保诚集团(Prudential)。随后 3 月 8 日 AIG 又宣布将以 155 亿美元将美国人寿保险公司(ALICO)出售给美国大都会人寿保险公司(MetLife)。
- **保诚集团计划于 4 月份通过“介绍形式”到香港联交所上市。**为了使配股融资计划顺利进行, 保诚将于配股融资前以“介绍形式”赴港上市, 本次上市不会发行新股, 而是通过国际托管银行和证券经纪商, 实现伦敦市场上股票的跨市场流通。保诚预计上市后将通过供股方式融资 200 亿美元支付收购 AIA 的部分对价。
- **大都会人寿收购 ALICO 后预计 2011 年每股营业利润增加 0.45-0.55 美元。**截止 2007 年 12 月 31 日, 大都会人寿在美国境内的有效寿险保单保额达到了 34,000 亿美元, 一举成为美国最大寿险公司。通过收购 ALICO, 大都会人寿将大大扩大其在日本以及高增长的欧洲、中东与拉美的市场份额。
- **AIA 收购估值溢价 120%以上, ALICO 收购估值基本合理。**此次保诚收购 AIA 对应的 PE 和 PB 分别为 18.4 和 2.5 倍, 大幅高出欧美市场保险股的估值水平, 溢价幅度在 120%以, 但由于对亚洲业务的长期看好, 收购溢价幅度仍处于合理水平。大都会收购 ALICO 对应的 PE 和 PB 分别为 11.92 和 0.93 倍, 与欧美市场保险股的估值水平一致, 收购估值基本合理。
- **A 股保险股估值合理。**目前 AIA 在中国所占的市场份额不大, 而且中国关于保险业的监管仍未完全放开, 因此保诚收购 AIA 后, 对于中国内地保险市场格局影响有限; 大都会收购 ALICO 对中国内地保险市场影响较小。考虑中国市场保险行业相较于东南亚市场优势, A 股保险股估值基本合理。短期而言保诚对 AIA 的溢价收购对 A 股保险股可能会产生一定正面作用, 可适当关注。

重点公司主要财务指标

	股价	08EPS	09EPS	10EPS	08PE	09PE	PB	评级
中国人寿	28.41	0.36	0.83	1.16	34.2	24.5	5.4	审慎推荐-A
中国平安	48.32	0.09	1.59	1.68	30.4	28.7	3.9	审慎推荐-A
中国太保	25.09	0.17	0.70	0.80	35.8	31.5	4.3	中性-A

资料来源: 招商证券

一. 债台高筑，AIG 被迫踏上“砸锅卖铁”还债道路

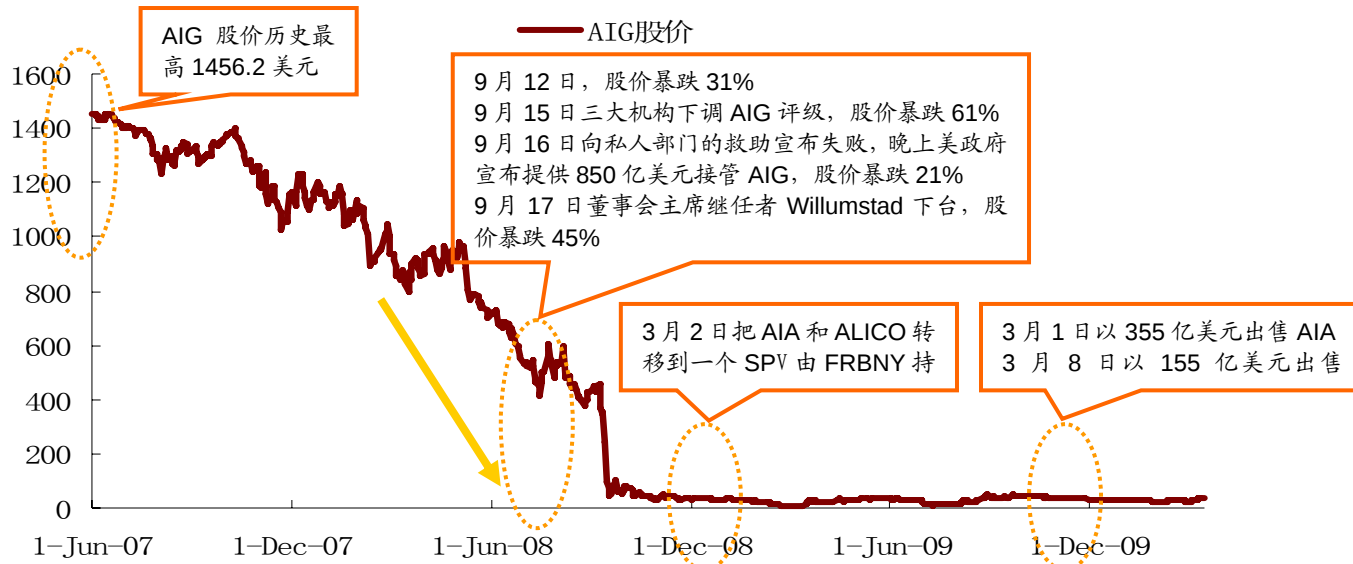
2007 年次贷引发的信用危机蔓延到整个美国的债券及信用市场，信用市场的混乱致使次级债、CDO、CDS 等衍生产品价格迅速贬值，大量持有这些金融头寸的投资银行、房贷公司乃至保险公司因此不断减计资产、大幅亏损。

AIG 作为全球最大的保险集团几乎参与了美国住房按揭市场的各个环节，在其中主要扮演了 CDS 发行者和次级贷款投资者两个重要角色。截至 2008 年 6 月 30 日，AIG 所出售的 CDS 为高达 4410 亿美元的债券提供了信用违约互换。另一方面，AIG 通过出借证券获得保证金投资于高风险的金融衍生产品，到 2007 年底，AIG 收到的融券保证金总额为 820 亿美元。大部分资金投向了 MBS、CDO 和 ABS 等高风险品种，其余则为企业债或短期投资，整个投资组合的公允价值为 757 亿美元。同时，在房贷机构放松贷款条件的前提下，AIG 仍然为信用程度和收入水平较低的贷款者提供按揭贷款保险。

随着 2007 年美国房价开始暴跌，AIG 所投资的高风险产品市值遭遇了严重的缩水。更重要的是，AIG 作为“SM-MBS-CDO-CDS”次贷及其衍生品价值链终端的 CDS 产品的供应商，不得不担当起这些“有毒资产”的最后“埋单人”。

一连串事件的爆发，使 AIG2007 年第 4 季度净亏损达 52.9 亿美元。穆迪、标准普尔、惠誉三大评级机构因此相应调低对其的评级。投资巨额亏损、信用评级下调、交易对手追索抵押品使 AIG 股价遭受了灾难性的暴跌（见图 1）从 1456.2 美元跌到 7 美元，跌幅高达 99.52%。最终，AIG 不得不由美政府出资救助，并被美政府正式接管。随后 AIG 仍持续巨额亏损，为了尽快偿还高达 1823 亿美元的债务，AIG 被迫踏上“砸锅卖铁”还债的漫长征程。

图 1：AIG 的灾难性历程



资料来源：Bloomberg，招商证券研发中心

二. AIG 一周内相继高额出售 AIA 和 AILCO 偿还债务

金融危机前，AIG 的业务主要分为四大板块，分别是寿险和养老金板块、财产险板块、金融服务板块和资产管理板块。其中，财险、寿险和养老金业务是 AIG 集团的最核心业务，2005-2007 年，财险、寿险和养老金两大板块为集团贡献了超过 86% 的收入和营业利润。其中财险的最核心公司为美国美亚保险公司（AIU 现更名为 Chartis），AIG 财险业务最大特点是全球性统筹，实行资源共享、全球性网络。

寿险业务与财险业务不同，实施局部区域规划，主要分为国内和国外业务两大块。其中美国友邦保险（AIA）成立于 1919 年，负责集团亚洲保险业务的经营，主要为消费者和商业机构提供人寿保险，退休计划，意外和健康保险产品和服务，业务涵盖 15 个地区的市场，拥有 320,000 个代理机构的广阔的网点，有效保单数超过 2,300 万份。特别在台湾、香港、马来西亚、新加坡、泰国、印尼等地区有着深厚的保险基础。2009 年保费收入大约占集团保费总收入的 20%。

集团的其他国外保险业务主要由美国人寿保险公司（ALICO）负责经营。美国人寿保险公司（ALICO）成立于 1919 年，是一间国际性的保险公司，主要为消费者和商业机构提供人寿保险，退休计划，意外和健康保险产品和服务，拥有 60,000 个代理和金融机构，业务网络涵盖美国以外的 50 多个国家和地区，其中主要包括日本，欧洲部分地区，拉丁美洲、加勒比海以及中东地区。

表 1: AIG “砸锅卖铁”前的业务架构

AIG 四大业务构成	
财产险板块	
美国美亚保险公司（AIU） 美国家具保险公司 匹兹堡国家联合火险公司 新罕布什尔保险公司 莱克辛敦保险公司 哈特福蒸汽锅炉检验和保险公司（HSB） 大西洋再保险公司 联合担保公司（United Guaranty）	
寿险&养老金板块	
国内 AIG 美国寿险公司（AIG American General） 美国寿险和意外险公司（AGLA） 美国纽约人寿保险公司（USLIFE） 可变年金人寿保险公司（VALIC） AIG 年金保险公司（AIG Annuity） AIG SunAmerica 人寿保险公司	国外 美国友邦保险公司（AIA） 美国人寿保险公司（ALICO） AIG 爱迪生寿险公司（AIG Edison Life） AIG 星光人寿保险公司（AIG Star Life） 美国国际再保险公司（AIRCO） 南山人寿保险公司（Nan Shan） 菲律宾美国保险公司（Phiamlife）
金融服务板块	
国际租赁金融公司（ILFC） AIG 金融产品公司、AIG 交易集团与其各自子公司 美国综合金融服务公司（AGF） AIG 消费金融公司（AIGCFG） 帝国 A.I. 信用公司（A.I. Credit）	
资产管理板块	
AIG SunAmerica 资产管理公司（SAAM）	

AIG 全球资产管理公司与其子公司和关联公司 (AIG Investments)

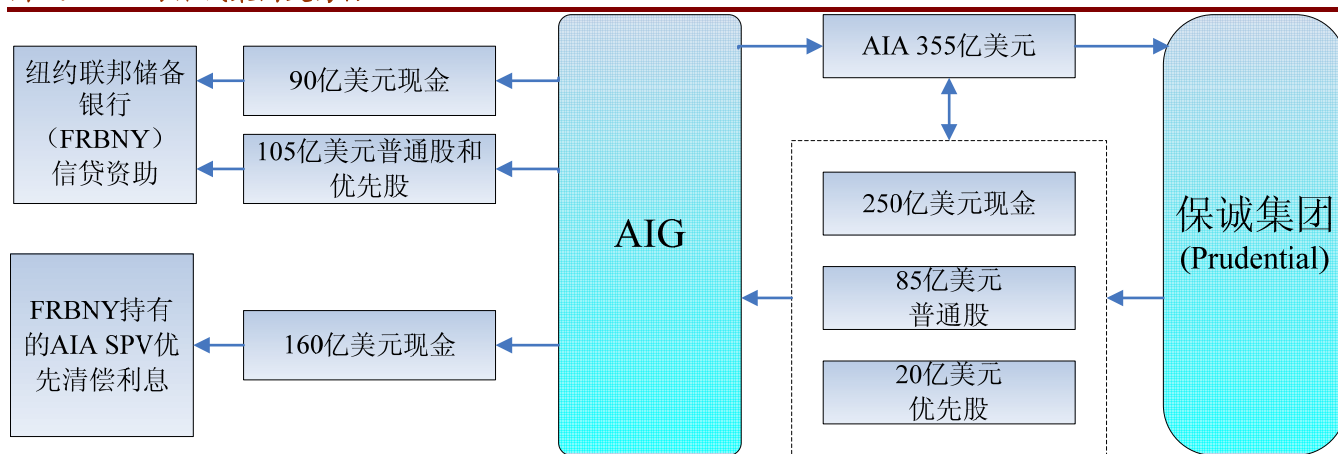
AIG 私人银行

AIG 全球房地产投资公司

资料来源：公司资料，招商证券研发中心

2010 年 3 月 1 日 AIG 宣布将以 355 亿美元将 AIA 出售给英国最大保险商保诚集团 (Prudential)，创下保险业有史以来规模最大的交易。按照 AIG 公告，保诚集团将向 AIG 支付 250 亿美元的现金、85 亿美元的股票和股权相关证券、20 亿美元的优先股。

图 2: AIG 与保诚集团交易协议



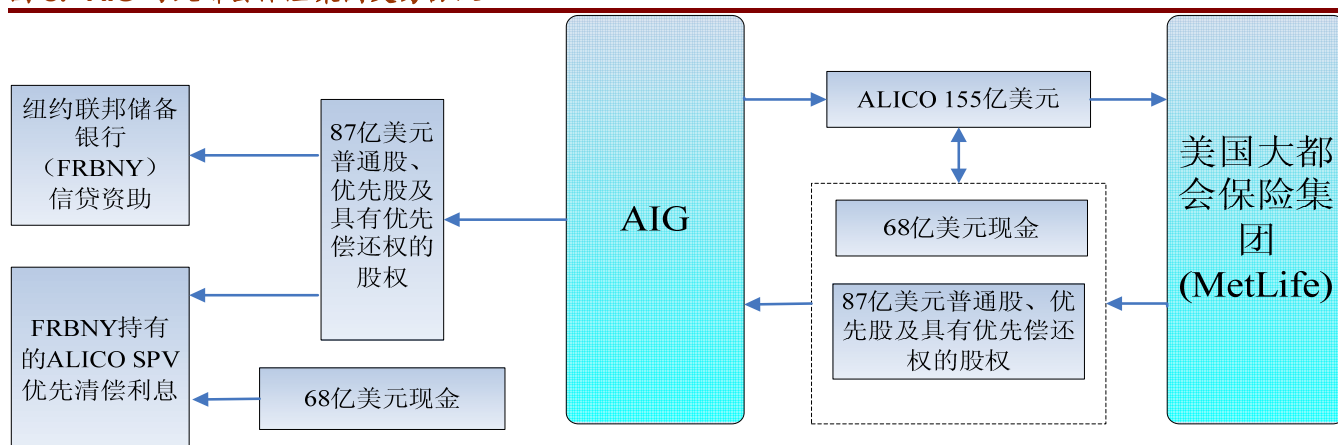
资料来源：公司公告，招商证券研发中心

AIG 公告称,其将从出售 AIA 所收取的 250 亿美元现金中拿出 160 亿美元清还 AIA SPV 的优先清偿利息。剩下的 90 亿美元将用于偿还纽约联邦储备银行对公司的信贷资助。

此外，根据交易协议，AIG 将获得 105 亿美元的保诚股份，约占后者 11% 的股权。AIG 称其将很可能根据市场情况在协议规定期限内出售该部分股权以进一步清偿其所欠纽约联邦储备银行的救助贷款。

自 AIG 宣布出售 AIA 一周后，2010 年 3 月 8 日 AIG 宣布将以 155 亿美元将 ALICO 出售给美国大都会人寿保险集团 (MetLife)。按照 AIG 公告，大都会保险将向 AIG 支付 68 亿美元现金，余额 87 亿美元以大都会相关权益工具支付。交易后，AIG 将拥有大都会公司约 20% 股份，成为公司第二大股东。

图 3: AIG 与大都会保险集团交易协议



资料来源：公司公告，招商证券研发中心

与此前出售 AIA 一样，通过出售 ALICO，ALICO SPV 将收到 68 亿美元现金，余款股权工具由 ALICO SPV 持有，包括 78,239,712 股普通股，6,857,000 股新发行的可转换优先股及价值 30 亿美元的具有优先偿还权的股权。AIG 称其将很可能根据市场情况在协议规定期限内出售该部分股权以进一步清偿 ALICO SPV 的优先清偿利息及所欠纽约联邦储备银行的救助贷款。

三、“新保诚”集团将以“介绍形式”赴港上市

本次收购的主角之一英国保诚集团创立于 1848 年，业务以人寿保险为主。英国保诚保险成立后，业务迅速发展，1890 年初便成为了英国最大的人寿保险公司，为英国人民提供周全的保障，至今仍傲踞榜首。英国保诚集团业务网络覆盖亚洲、欧洲、美国、加拿大、新西兰及澳洲等地，服务网络遍布全球。目前保诚亚洲业务占据了集团 50% 的份额，而且其计划在 2015 年前将亚洲业务的比重提升至 80%。

目前保诚集团总市值约为 230 亿美元，此次收购 AIA 价格高达 355 亿美元，相当于其市值的 1.55 倍，为顺利完成对 AIA 的收购，3 月 8 日，保诚集团在伦敦证券交易所发布公告，其计划通过配股融资 200 亿美元，并在此之前以“介绍方式”在香港挂牌上市。由于目前保诚的投资者主要分布在欧洲和美国，而据调查，这大部分投资者对保诚配股收购表示不满或不支持，因此保诚将难以顺利通过配股计划。为了顺利配股，保诚计划在配股之前赴港挂牌上市，以使亚洲投资者承担其中一部分的配股。同时，为了加快赴港上市节奏和提高亚洲投资者的配股份额此次保诚将采用“介绍形式”赴港上市，即不会发行新股，而是通过国际托管银行和证券经纪商，实现伦敦市场上股票的跨市场流通。同时，据保诚公告称，配股计划将于本年 5、6 月间进行，这意味着保诚将很可能于 5 月前在香港上市。

另一主角美国大都会集团是全球领先的革新者，被公认为是保险保障、退休和储蓄解决方案方面的领导者。截止到 2007 年 12 月 31 日，公司在美国境内的有效寿险保单保额达到了 34,000 亿美元，使其一举成为美国最大寿险公司。目前，美国大都会集团服务于全球 70,000,000 多名客户，并为财富 500 强中排名前 100 位的 90 多家公司提供服务。美国大都会集团为个人客户提供寿险、养老金、汽车及家居保险、零售银行业务及其它金融服务，还为企业和其它机构提供团体保险、再保险、退休及储蓄产品和服务。2000 年，美国大都会控股集团在纽约证券交易所挂牌上市。2005 年，美国大都会集团获得了 Travelers Life & Annuity 和全部花旗集团的国际保险业务，扩大了其在国际保险市场上的份额。通过收购 ALICO，大都会人寿将大大扩大其在日本以及高增长的欧洲、中东与拉美的市场份额。并预计该交易将令其 2011 年每股营业利润增加 0.45-0.55 美元。

四.收购估值溢价较高，A 股保险估值基本合理

2009 年 AIG 亚洲总收入 149.9 亿美元，其中保险产品收入 149.01 亿美元，退休计划储蓄产品收入 0.89 亿美元，税前净利润为 19.21 亿。AIG 亚洲 2009 年末的可辨认净资产约为 1421.6 亿美元，按 AIG 集团 698 亿美元的净资产和 AIG 亚洲 20% 的保费收入占比简单估算，这部分业务的净资产账面价值约 140 亿美元。

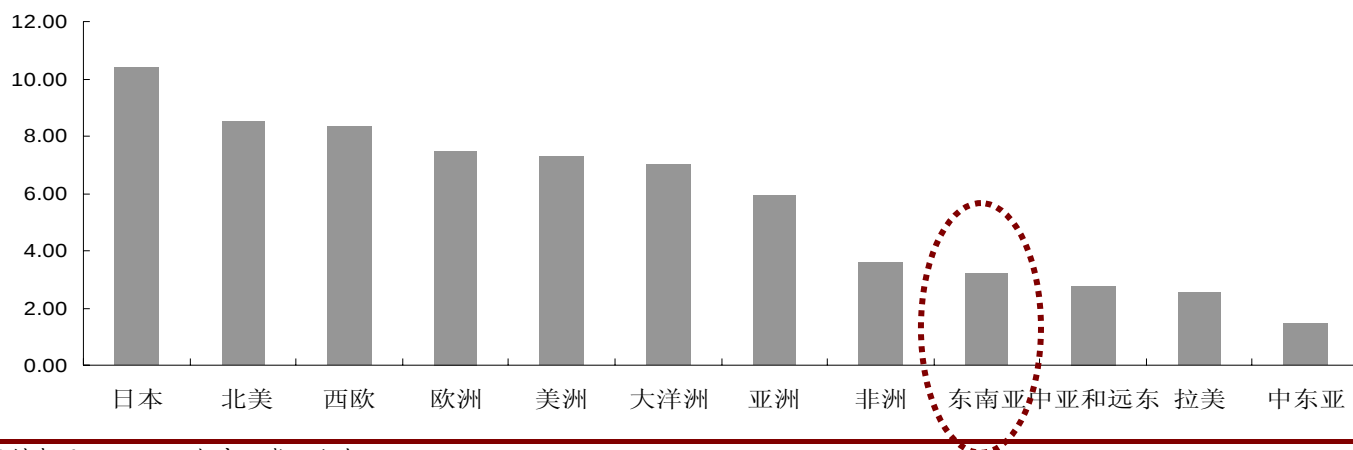
按照 355 亿美元收购 AIA 的总对价，此次收购对应的 PE 和 PB 分别为 18.4 和 2.5 倍，根据保诚于伦敦交易所的公告，相当于 AIA 09 年 11 月底内含价值的 1.69 倍，或同期

新业务价值的 25.4 倍，折算出对应的新业务倍数为 10.3 倍，大幅高出欧美市场保险股的估值水平。

尽管此次收购对价较欧美市场保险股价值溢价 120% 以上，但由于 AIA 核心业务在亚洲，因此估值应以亚洲保险市场的标准作参照，据保诚首席执行官 charismatic Thiam 表示，中国以外亚洲保险商市价通常为其内含价值的 1.7-1.8，这表明收购价格仍处于相对合理的区间内。

此外，保诚之所以愿意支付如此高昂的代价，一方面在于目前亚洲的保险深度远低于世界平均水平，其中东南亚的保险深度仅为 3.2%，而世界平均保险深度为 7%，亚洲业务将被长期看好。另一方面保诚计划 2015 年前将亚洲业务的比重提升至 80%，而目前亚洲业务占据了集团 50% 的份额，同时在今年初宣布因长期亏损退出日本的保险市场，其在亚洲其他地区的扩张的需求更为强烈，收购 AIA 之后，保诚亚洲地区的新业务获利比重将能 44% 提升至 60%，鉴于上述原因，保诚给予 120% 溢价收购 AIA 基本合理。

图 4：东南亚保险深度 3.2%，保险业发展空间远超欧美



资料来源：sigma，招商证券研发中心

2009 年 AIG 日本及其他地区总收入 179.5 亿美元，其中保险产品收入 142.53 亿美元，退休计划储蓄产品收入 36.94 亿美元，税前净利润为 13 亿。AIG 日本及其他地区 2009 年末的可辨认净资产约为 1691.03 亿美元，按 AIG 集团 698 亿美元的净资产和 AIG 日本及其他地区 24% 的保费收入占比简单估算，这部分业务的净资产账面价值约 167.52 亿美元。

另外按照 155 亿美元收购 ALICO 的总对价，其收购对应的 PE 和 PB 分别为 11.9 倍和 0.93 倍，基本与欧美市场保险股的估值水平一致，收购价格基本合理，且 ALICO 主要业务在于中国之外，预计对国内保险市场和保险公司影响较小。

表 2：AIA 收购价格溢价，AILCO 收购价格基本合理

单位：亿美元	数据	估值指标	
亚洲地区收入	149.9	P/S	2.37
净利润	19.2	P/E	18.49
净资产	140	P/B	2.54
日本及其他地区收入	179.5	P/S	0.86
净利润	13	P/E	11.92
净资产	167.52	P/B	0.93

资料来源：公司年报，招商证券研发中心

A 股的保险公司估值 P/EV 在 2.5 左右, 平安和太保的隐含新业务倍数低于 20 倍, PB 均在 3 倍左右, 略高于此次 AIG 亚洲业务的收购估值, 但考虑中国市场保险行业相较于东南亚市场优势 (更低的保险深度和密度、更为严格的准入门槛), 估值基本合理。此外, 目前 AIA 在中国所占的市场份额不大, 而且中国关于保险业的监管仍未完全放开, 因此保诚收购 AIA 之后, 对于中国内地保险市场格局影响有限。

从短期来看, 由于保诚以超过 120% 溢价收购 AIA, 可能会对保险股整体估值有一定正面影响, 自保诚宣布溢价收购 AIA 后, A 股和 H 股的保险板块分别上涨 3.5% 和 2% 左右, 与我们此前报告《溢价收购凸显亚洲保险业务巨大潜力-保诚收购 AIG 亚洲业务传闻点评》判断基本一致, 因此我们仍维持此前报告观点, 短期可适当关注 A 股的保险公司。

表 3: 国际保险公司估值

公司名称	股价	09EPS	10EPS	P/E	PB	市值 (亿)
澳大利亚						
安盛亚洲太平洋保险	6.3	0.32	0.36	18.00	2.91	130
安保保险	6.3	0.43	0.46	16.98	5.53	129
加拿大						
MANULIFE FINANCIAL CORP	20.7	1.91	2.21	25.53	1.33	363
POWER FINANCIAL CORP	32.7	2.59	3.00	16.02	2.01	231
GREAT-WEST LIFECO INC	28.1	2.14	2.44	16.35	2.31	266
SUN LIFE FINANCIAL INC	31.9	2.94	3.31	32.26	1.14	180
欧洲						
CNP ASSURANCES	68.1	7.79	8.69	10.08	0.98	101
ING	7.5	0.95	1.24	24.04	0.40	286
英国						
保诚保险	533.0	0.58	0.53	19.74	2.15	135
英国耆卫保险公司	125.2	0.15	0.17	--	0.82	68
LEGAL & GENERAL GROUP PLC	83.4	0.08	0.10	--	1.48	49
标准人寿保险	208.3	0.17	0.18	26.71	1.35	47
日本						
T&D HOLDINGS INC	2069.0	52.80	58.70	--	1.31	7050
SONY FINANCIAL HOLDINGS INC	294000.0	20689.70	21011.50	15.26	2.56	6397
台湾						
国泰金融控股	54.2	2.01	2.59	47.54	2.83	5242
新光金融控股	11.9	0.56	0.79	--	0.98	936
台湾人寿	38.5	6.66	4.91	--	5.71	246
中国人寿 (台湾)	22.4	2.17	--	10.64	6.05	336
美国						
大都会	43.0	4.06	4.90	14.84	1.14	352
保德信	57.6	5.60	6.56	9.66	1.06	268
美国家庭人寿保险	54.6	5.35	5.87	11.27	3.04	256
UNUM GROUP	24.4	2.72	3.00	9.51	0.95	81
PRINCIPAL FINANCIAL GROUP	27.8	2.68	2.98	10.36	1.20	89
CONSECO INC	6.4	0.57	0.69	7.75	0.46	16
TORCHMARK CORP	53.7	6.12	6.47	9.02	1.31	45
STANCORP FINANCIAL GROUP	46.2	5.09	5.59	9.40	1.27	22

公司名称	股价	09EPS	10EPS	P/E	PB	市值(亿)
LINCOLN NATIONAL CORP	29.7	3.52	3.97	9.12	0.82	90
DELPHI FINANCIAL GROUP-CL A	24.8	3.42	3.70	6.60	1.13	13
PROTECTIVE LIFE CORP	20.7	2.59	2.88	5.24	0.71	18
AIG	34.41	4.55	6.25	--	1.05	240

资料来源: BLOOMBERG, 招商证券研发中心

注: 单位为当地货币

图 5: 保险行业历史PEBand

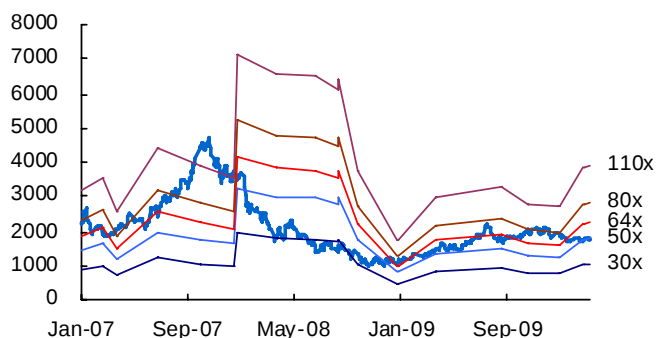
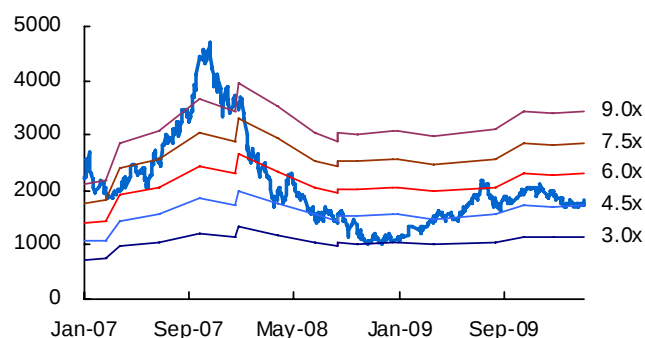


图 6: 保险行业历史PBBand



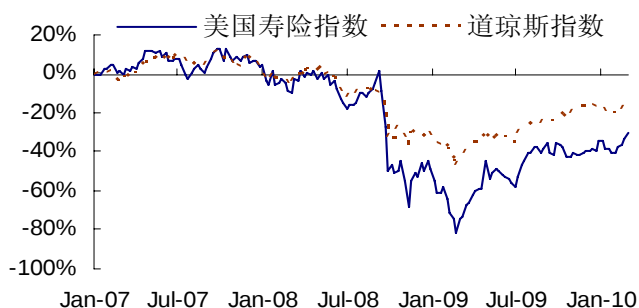
说明: 1、资料来源于招商证券研发中心;

2、行业指数基期、基点对应于沪深 300 指数;

3、行业净利润为剔除亏损公司后对应时点向前滚动一年的行业净利润总和;

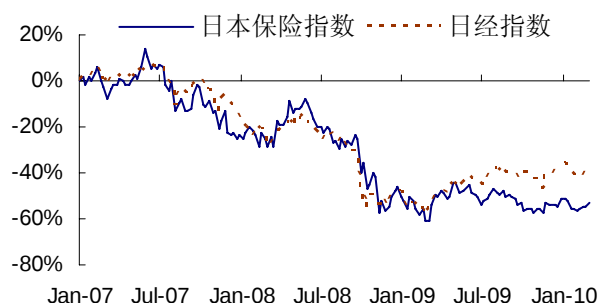
4、行业净资产为对应时点行业净资产总和。

图 7: 美国标普保险指数



资料来源: BLOOMBERG, 招商证券研发中心

图 8: 日本 TOPIX 保险指数



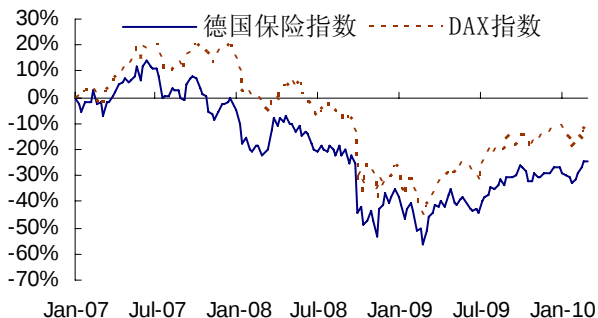
资料来源: BLOOMBERG, 招商证券研发中心

图 9: 英国 FTSE 350 寿险指数



资料来源: BLOOMBERG, 招商证券研发中心

图 10: 德国 PRIME INSURANCE PERF 指数



资料来源: BLOOMBERG, 招商证券研发中心

分析师简介

罗毅, CFA: 毕业于英国诺丁汉大学 Sir Clive Granger (03年诺贝尔经济学奖获得者) 经济学院, 经济金融学硕士学位, 华南理工大学金融学学士, 于业内最先发现保险股潜在投资价值, 建立保险行业的分析框架, 对证券行业理解深刻。获得新财富非银行金融最佳分析师2008年度第二名, 2007年度第三名, 证券市场周刊水晶球奖非银行金融最佳分析师2008年第三名, 2007年度第二名, 金融时报 (FINANCIAL TIMES) 2007年度最佳分析师金融行业第二名, 目前为招商证券金融行业研究副董事

洪锦屏: 华南理工大学管理学硕士, 2008年7月加入招商证券, 从事金融行业研究

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 在此申明, 本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起6个月内, 公司股价相对同期市场基准 (沪深300指数) 的表现为标准:

强烈推荐: 公司股价涨幅超基准指数20%以上

审慎推荐: 公司股价涨幅超基准指数5-20%之间

中性: 公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

回避: 公司股价表现弱于基准指数5%以上

公司长期评级

A: 公司长期竞争力高于行业平均水平

B: 公司长期竞争力与行业平均水平一致

C: 公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起6个月内, 行业指数相对于同期市场基准 (沪深300指数) 的表现为标准:

推荐: 行业基本面向好, 行业指数将跑赢基准指数

中性: 行业基本面稳定, 行业指数跟随基准指数

回避: 行业基本面向淡, 行业指数将跑输基准指数

免责声明

本报告中的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, 并不构成对所述证券买卖的出价或征价。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。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告仅向特定客户传送, 版权归招商证券所有。未经我公司书面许可, 任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。