

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

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

2010年3月29日

溢价收购屡创新高凸显中国保险业务巨大潜力

复星收购AIA大中华区业务传闻点评

金融

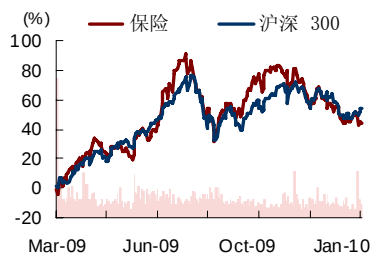
上证指数 3060

行业规模

		占比%
股票家数(只)	3	0.2
总市值(亿元)	9266	4.0
流通市值(亿元)	7998	5.5

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
- 2、《AIG“砸锅卖铁”风云录-保险市场焦点系列之一》2010/3/18

保险

复星集团高价收购 AIA 大中华区业务给予国内保险股高估值强有力的支持, 中国保险市场被全球保险巨头看好。

- 媒体报导, 英国保诚集团继以 355 亿美元从 AIG 手中收购其亚洲的保险业务单元 AIA 后, 近日, 又表示欲出售 AIA 的包括中国大陆和香港大中华区业务。收购方很可能是在香港上市的内地民营企业复星集团, 初步预计收购对价将达 200-300 亿人民币。
- 高价出售或为保诚最佳选择。此前, 保诚以 355 亿美元高价收购 AIA, 使其面临较大的资金压力。同时, 保诚在内地早已有信诚人寿, 可能面临“双牌照”和“同室操戈”问题, 以 200-300 亿人民币出售 AIA 大中华区业务估值水平将高于此前收购 AIA 的估值, 出售 AIA 大中华区业务能同时帮助保诚解决“同室操戈”和资金压力的问题, 百利而无一害。
- 复星集团或将拥有财寿险两张牌照, 中国保险市场竞争加剧。目前, 复星主要拥有医药、房地产开发、钢铁、矿业、零售、服务业及战略投资业务。此前, 复星通过持股永安财险 17.1958%, 开始了其进军保险业的第一步, 如果此次收购 AIA 大中华区业务成功, 则意味着复星将拥有财、寿险两张金融业务牌照, 复星或将成为中国保险市场的有力竞争者之一。
- 收购估值溢价屡创新高。此次收购对应的 PE 在 17.91-26.86 倍, PB 在 2.46-3.69 倍之间, 大幅高出欧美市场保险股的估值水平, 甚至高于此前保诚收购 AIA 的溢价水平, 复星之所以愿意支付如此高昂的代价, 一方面能使复星获得 AIA 的寿险牌照, 同时利用其现有资源顺利开展其向往已久的保险业务。另一方面在于其对中国保险业务的长期看好。目前中国总保险深度仅为 3.3%, 人寿业务深度为 2.2%, 远低于世界平均 7.1% 和 4.1% 的水平。
- A 股保险估值基本合理。从估值来看, 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 3-4 倍左右, 处于此次 AIA 大中华区业务的收购估值范围内, 长期而言估值基本合理。近期亚洲保险市场业务屡次创新高的溢价收购, 表明了国内外企业对亚洲, 特别是中国保险市场的长期看好, 进一步对国内保险股的高价值给予了强有力的支撑, 短期内或将对国内保险股产生一定的催化作用, 可给予适当关注。

事件:

媒体报导, 英国保诚集团继以 355 亿美元从 AIG 手中收购其亚洲的保险业务单元 AIA 后, 近日, 又表示欲出售 AIA 的包括中国大陆和香港大中华区业务。收购方很可能是在香港上市的内地民营企业复星集团, 初步预计收购对价将达 200-300 亿人民币。

点评:

高价出售或为保诚最佳选择

此前, 保诚以 355 亿美元的高价收购 AIA, 根据交易协议, 保诚需向 AIG 支付 250 亿美元的现金, 为了融得资金, 保诚已向香港联交所提交了在香港上市及供股计划申请。但即使融资顺利, 在港所筹得资金只是收购价的一部分, 保诚仍面临较大的资金压力。

同时, 保诚早已与中信集团合资成立了信诚人寿。收购了 AIA 后, 保诚在中国地区将拥有两家保险公司。而根据中国保监会有关规定, 外资保险公司在境内不能同时拥有两张寿险牌照。尽管 AIA 是目前国内唯一一家的外资独资公司, 最终保诚在双牌照问题上可能能规避监管的要求, 但是旗下两家保险公司将面临“同室操戈”的困境。2009 年, AIA 在合、外资保险公司中的保费收入继续稳居市场第一, 总保费 80.4 亿元人民币, 约占合、外资保费收入的 18.86%。信诚人寿去年的原保费收入为 40.2 亿元。

要解决“同室操戈”的困境, 保诚可以选择动议中信集团入股 AIA, 从而令旗下两大保险公司的股东成分相同, 方便整合。然而, 一方面需要劝服中信集团出资入股, 难度较大。另一方面如果真如传闻所说复星集团将以 200-300 亿人民币的对价收购 AIA 大中华区业务, 其估值水平将高于此前保诚收购 AIA 的估值, 这样保诚面临的资金压力和“同室操戈”问题将得以解决, 因此, 或许以高价出售 AIA 大中华区业务是保诚的最佳选择。

复星集团或拥有财寿险两张牌照, 中国保险市场竞争加剧

上海复星高科技(集团)有限公司创建于 1992 年, 是中国最大的综合类民营企业。2007 年 7 月 16 日, 复星的母公司复星国际 (00656.HK) 在香港联交所主板整体成功上市。目前, 复星主要拥有医药、房地产开发、钢铁、矿业、零售、服务业及战略投资业务。2008 年, 复星国际实现营业收入 402.50 亿元、净利润 13.28 亿元; 2009 年, 复星国际实现营业收入 348.55 亿元、净利润 46.47 亿元。

目前, 复星已稳居中国企业前 100 强, 并连续四年名列中国民营企业纳税总额首位。2009 年, 位列中国企业 500 强净利润第 81 位、中国企业综合制造业营业收入第 2 位、中国企业 500 大营业收入第 91 位、中国最具价值品牌 500 强第 58 位。旗下产业业绩稳定增长, 在行业内也基本进入国内前 10 强。

近期, 复星逐渐表露出其向金融服务业扩张的态势。2008 年复星通过旗下各大公司出资完成了对永安财险的增资认购, 合计持股永安财险 17.1958%, 开始了其进军保险业的第一步, 如果此次收购 AIA 大中华区业务成功, 则意味着复星集团将拥有财、寿险两张金融业务牌照, 复星将成为国内保险市场有力的竞争者之一。

收购估值溢价屡创新高

友邦保险 (AIA) 是位居首位的泛亚洲外资保险公司, 投保人有 2000 万、遍布 13 个国家, 聘用的固定代理人有 25 万。2008 年 AIA 总收入 68.58 亿美元; 2009 年 AIA 总收

入 149.9 亿美元。其中 2009 年 AIA 中国大陆业务收入 80.41 亿人民币，AIA 香港（含 AIA 百慕达和 AIA 香港）业务收入 7.78 亿港元，折合约 6.85 亿人民币，则 2009 年 AIA 大中华区业务总收入约为 87.26 亿人民币。根据现行汇率折算，按 2009 年 AIA 税前净利润为 131.4 亿人民币、净资产账面价值约 957.6 亿人民币和 AIA 大中华区 8.5% 的保费收入占比简单估算，AIA 大中华区业务的税前净利润和净资产账面价值约为 11.17 亿人民币和 81.4 亿人民币。

按照媒体传闻的收购对价约为 200-300 亿人民币估算，此次收购对应的 PE 在 17.91-26.86 倍之间，PB 在 2.46-3.69 倍之间，大幅高出欧美市场保险股的估值水平，溢价幅度平均在 130% 以上。复星集团之所以愿意支付如此高昂的代价，一方面若能收购得 AIA 大中华区业务，复星将轻而易举地获得 AIA 的寿险牌照，加上此前已通过持股永安财险获得财险牌照，则意味着复星集团将拥有寿、财险两张难得的保险业务牌照，同时利用 AIA 大中华区现有资源将能顺利开展其向往已久的保险业务。另一方面，在于对大中华区业务，特别是中国大陆业务的长期看好，中国 GDP 增长率长期保持在 8%-9%，而 2009 年中国大陆的总保险深度仅为 3.3%，人寿业务深度为 2.2%，远低于世界平均 7.1% 和 4.1% 的水平，中国大陆保险市场未来增长空间相当大。

表 1: AIA 大中华区业务收购价格估值高于 AIA 收购价估值

收购对价: 亿人民币			200	250	300
收入	87.26	P/S	2.29	2.87	3.44
净利润	11.17	P/E	17.91	22.38	26.86
净资产	81.4	P/B	2.46	3.07	3.69
溢价			20%以上	40%以上	70%以上

资料来源: 公司年报, 招商证券研发中心

表 2: 此前保诚收购 AIA 的估值对比

收购对价: 亿美元	数据	估值指标	
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

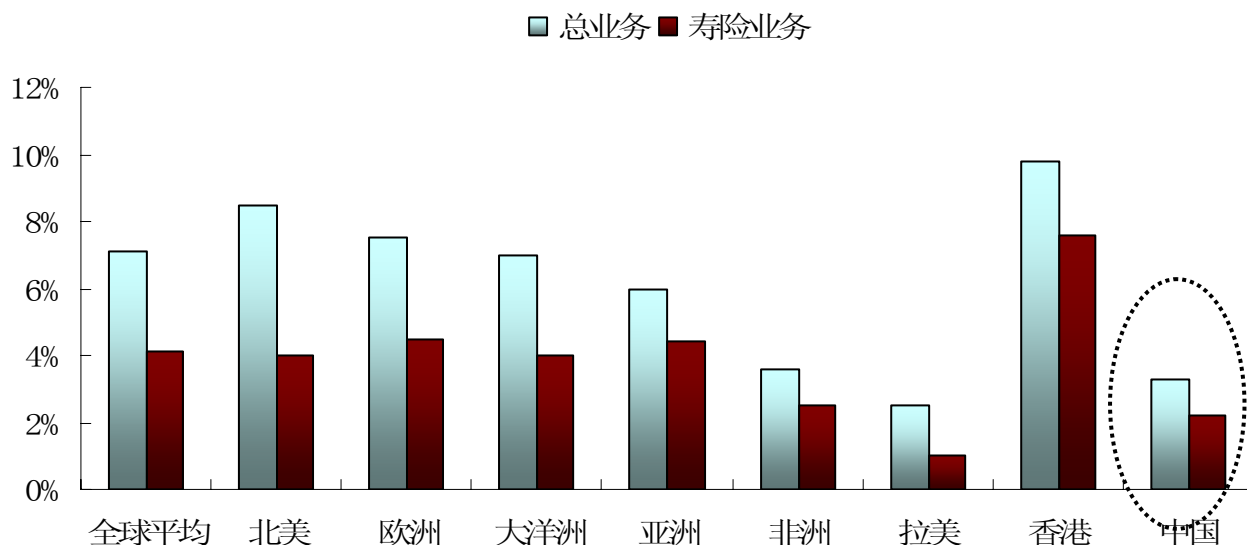
资料来源: 公司年报, 招商证券研发中心

表 3: 欧美市场保险股估值平均水平

	股价	EPS09	EPS2010	PE	PB
大都会	34.84	4.22	4.89	12.55	0.96
保德信	50.51	5.60	6.56	8.79	1.00
美国家庭人寿保险	48.13	5.34	5.85	10.20	2.93
UNUM GROUP	20.64	2.70	2.97	8.10	0.81
PRINCIPAL FINANCIAL GROUP	22.21	2.68	3.02	8.66	1.01
CONSECO INC	5.09	0.60	0.72	6.38	0.35
TORCHMARK CORP	45.13	6.11	6.39	7.80	1.16
STANCORP FINANCIAL GROUP	42.27	5.06	5.62	8.84	1.17
LINCOLN NATIONAL CORP	24.65	3.51	3.97	7.72	0.70
DELPHI FINANCIAL GROUP-CL A	20.84	3.42	3.70	5.67	0.86
PROTECTIVE LIFE CORP	18.07	2.62	2.90	4.65	0.63
AIG	26.76	4.55	7.62	--	0.62

资料来源: Bloomberg, 招商证券研发中心

图 1: 中国保险深度 3.3%，保险业发展空间远超欧美



资料来源：2009 年第 3 期瑞士再保险公司《Sigma Report》，招商证券研发中心

A 股保险估值有支持

此次收购虽不直接影响国内的保险公司，但其收购对价和估值逻辑或可为目前估值体系模糊的 A 股保险估值提供启发。

从估值来看，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 3-4 倍左右，处于此次 AIA 大中华区业务的收购估值范围内，长期而言估值基本合理。

同时，此前保诚以高溢价收购 AIA，此次复星将可能以更高的溢价收购 AIA 大中华区业务，表明了国内外企业对中国保险市场的长期看好，进一步对国内保险股的高价值给予了强有力的支撑，短期内或将对国内保险股产生一定的催化作用，可给予适当关注。

分析师简介

罗毅, CFA: 英国诺丁汉大学研究生毕业, 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) 2008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

免责条款

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。