

推荐 (维持)

次级债监管趋严，大受益小受制

2010 年 12 月 23 日

《保险公司次级定期债务管理办法》点评

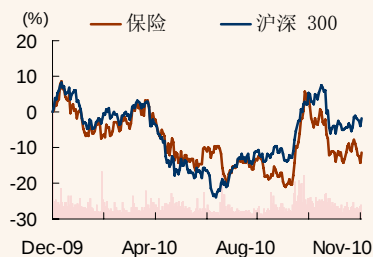
上证指数 2904

行业规模

		占比%
股票家数 (只)	3	0.2
总市值 (亿元)	9033	3.5
流通市值 (亿元)	8173	4.3

行业指数

%	1m	6m	12m
绝对表现	-0.6	-1.4	-13.5
相对表现	-2.9	-18.3	-9.2



相关报告

- 1、《保险行业估值体系重构专题报告-市盈率将主导估值，平安重估空间巨大》2010/5/10
- 2、《保险行业预定利率自由化专题报告-短期推出或存不确定性，公司影响非常有限》2010/7/20
- 3、《保险公司研究图谱第一卷-保险公司利润生成模式探究》2010/8/19

罗毅, CFA

0755-82940797
luoyi@cmschina.com.cn
S1090208070228

洪锦屏

0755-82960071
hongjinping@cmschina.com.cn
S1090210070016

保监会发布次级债管理办法，保险次级债监管趋严，中小保险公司发债限制增加，利好上市保险公司。

- 保监会近日发布《保险公司次级定期债务管理办法》的征求意见稿，对次级债的发行主体、累计发行规模和计入附属资本的方式等方面做出了新的规定，总体对上市保险公司影响偏正面。对资本补给监管的趋严将使部分未上市、缺乏融资渠道的小型保险公司资本紧张，尤其是在产险市场，资本紧张将限制其扩张速度，平安和太保的市场份额有望进一步提升。
- 保险集团（或控股）公司不得募集次级债：对保险公司通过次级债筹集资本的能力不构成影响。虽然集团不得募集，但产寿险子公司可以募集，而且目前集团上市公司的保险公司中，过去都是以子公司为主体募集次级债。
- 保险公司计入附属资本的次级债金额不得超过公司净资产的 50%：对偿付能力影响不大。从上市保险公司来看，累计发行次级债的规模不高于净资产的 50%，而次级债随着到期年限的临近，可计入附属资本的比例是递减的，因而计入附属资本的次级债金额是低于应付次级债总规模，不会超限。
- 上一年度末动态偿付能力预测（基本情景下）未来 1 年内偿付能力充足率可能低于 100%：收窄了保险公司募集次级债的条件。只有当公司资本严重缺乏时（预计未来一年偿付能力充足率低于 100%）才能申请募集，而目前保险公司大多在 150%以下时即考虑发债，即偿付能力充足率在 150%-100%这个阶段的保险公司中，补充资本的渠道将更依赖于股权融资。
- 募集后，累计未偿付的次级债本息额不超过保险公司上年度末经审计的净资产值的 50%：对次级债的累计规模作出了明确规定。根据上市公司披露的数据，平安产险目前有次级债余额 45 亿，公司 09 年末净资产 91 亿元，但产险公司在 8 月份增资了 60 个亿，预计目前净资本 170 亿元左右，累计次级债占净资本 27%，离标准还有空间。国寿资本充足，未发次级债，太保寿险 06 年 20 亿次级债将在 1 年以内到期，离监管标准有较大距离。
- 对中小保险公司有所限制。开业时间、净资产不低于 10 亿元和上年度盈利的条件对部分小保险公司尤其是产险公司有所影响，因产险今年以来规模扩张快速，资本消耗程度大，虽然盈利能力在改善，但部分小保险公司可能还处于扭亏的过程当中。不过预计到 2011 年，大部分可符合 2010 年盈利的条件。
- 风险因素：股权投资收益大幅波动，产险费率竞争激化，预定利率自由化

重点公司主要财务指标

	股价	09EPS	10EPS	11EPS	09PE	10PE	PB	评级
中国平安	58.58	1.87	2.55	2.82	22.9	20.8	4.3	强烈推荐-A
中国太保	23.86	0.85	1.09	1.49	21.8	16.0	2.7	强烈推荐-A
中国人寿	22.71	1.16	1.21	1.40	18.8	16.3	3.3	审慎推荐-A

资料来源：招商证券

事件:

保监会近日发布《保险公司次级定期债务管理办法》的征求意见稿,对次级债的发行主体、累计发行规模和计入附属资本的方式等方面做出了新的规定。《办法》全文见正文后附录。

点评:

《保险公司次级定期债务管理办法》征求意见稿的重要之处包括:

1. 保险集团(或控股)公司不得募集次级债

我们的看法:对保险公司通过次级债筹集资本的能力不构成影响。虽然集团不得募集,但产寿险子公司可以募集,而且目前集团上市公司的保险公司中,过去都是以子公司为主体募集次级债。

2. 保险公司计入附属资本的次级债金额不得超过公司净资产的 50%,具体认可标准由中国保监会另行规定。

我们的看法:对偿付能力影响不大。从上市保险公司来看,累计发行次级债的规模不高于净资产的 50%,而次级债随着到期年限的临近,可计入附属资本的比例是递减的,因而计入附属资本的次级债金额是低于应付次级债总规模,不会超限。

3. 申请条件收紧,发行主体需满足:(一)开业时间超过三年;(二)上一年度末动态偿付能力预测(基本情景下)未来 1 年内偿付能力充足率可能低于 100%;(三)上一年度实现盈利;(四)经审计的上年度末净资产不低于人民币 10 亿元;(四)募集后,累计未偿付的次级债本息额不超过保险公司上年度末经审计的净资产值的 50%。

我们的看法:第二条收窄了保险公司募集次级债的条件,只有当公司资本严重缺乏时(预计未来一年偿付能力充足率低于 100%)才能申请募集,而目前保险公司大多在 150% 以下时即考虑发债,即偿付能力充足率在 150%-100%这个阶段的保险公司中,补充资本的渠道将更依赖于股权融资。

第四条对次级债的累计规模作出了明确规定。根据上市公司披露的数据,平安产险目前有次级债余额 45 亿,公司 09 年末净资产 91 亿元,但产险公司在 8 月份增资了 60 个亿,预计目前净资本 170 亿元左右,累计次级债占净资本 27%,离标准还有空间。国寿资本充足,未发次级债,太保寿险 06 年 20 亿次级债将在 1 年以内到期,离监管标准有较大距离。

表 1: 上市保险公司的次级债规模均符合标准

2010 年中: 亿元	平安产	平安寿	中国人寿	太保财	太保寿
实际偿付能力额度	9,063	52,796	118,184	8,497	32,964
最低偿付能力额度	6,652	25,588	54,408	5,086	13,967
偿付能力充足率	136%	206%	217.22%	167%	236%
应付次级债	45.26			23.01	
期末净资产(测算)	170			100	

资料来源: 公司报表, 招商证券研发中心

开业时间、净资产不低于 10 亿元和上年度盈利的条件限制对部分小保险公司，尤其是产险公司有所影响，因产险今年以来规模扩张快速，资本消耗程度大，虽然盈利能力在改善，但部分小保险公司可能还处于扭亏的过程当中。不过预计到 2011 年，大部分可符合 2010 年盈利的条件。

我们认为总体对上市保险公司影响偏正面。对资本补给监管的趋严将使部分未上市、缺乏融资渠道的小型保险公司资本紧张，尤其是在产险市场，资本紧张将限制其扩张速度，平安和太保的市场份额有望进一步提升。

图 1: 保险行业历史PEBand

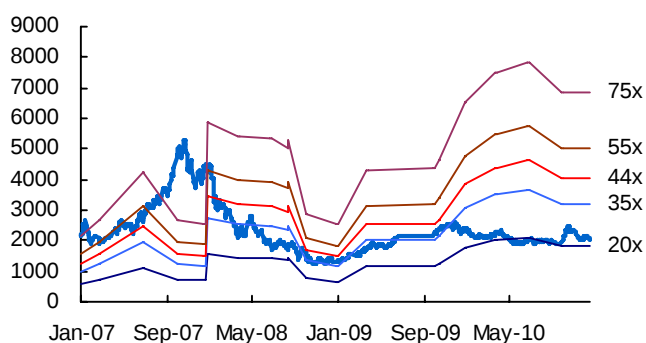
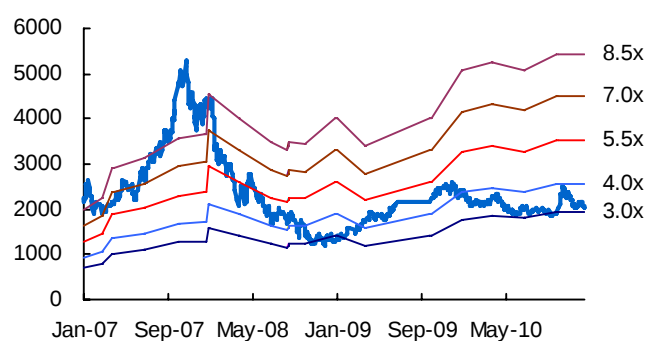


图 2: 保险行业历史PBBand



- 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。

附录：《保险公司次级定期债务管理办法》

（征求意见稿）

第一章 总 则

第一条 为了规范保险公司次级定期债务（以下简称“次级债”）的定向募集、管理、还本付息和信息披露行为，保证保险公司的偿付能力，根据《中华人民共和国公司法》、《中华人民共和国保险法》及有关法律、行政法规的规定，制定本办法。

第二条 本办法所称保险公司，是指依照中国法律在中国境内设立的中资保险公司、中外合资保险公司和外资独资保险公司。

第三条 本办法所称次级债，是指保险公司经批准定向募集的、期限在 5 年以上（含 5 年），本金和利息的清偿顺序列于保单责任和其他负债之后、先于保险公司股权资本的保险公司债务。

第四条 保险公司募集次级债所获取的资金，可以计入附属资本，但不得用于弥补保险公司日常经营损失。

保险公司计入附属资本的次级债金额不得超过公司净资产的 50%，具体认可标准由中国保监会另行规定。

第五条 保险集团（或控股）公司不得募集次级债。

第六条 中国保监会依法对保险公司次级债的定向募集、管理、转让、还本付息和信息披露行为进行监督管理。

第七条 定向募集次级债的保险公司（以下简称“募集人”）应当稳健经营，确保偿付能力充足，保护次级债债权人的合法权益。

第二章 申请

第八条 保险公司募集次级债必须符合本办法规定的条件，并报中国保监会审批。

第九条 保险公司申请募集次级债，应当符合下列条件：

- （一）开业时间超过三年；
- （二）上一年度末动态偿付能力预测（基本情景下）未来 1 年内偿付能力充足率可能低于 100%；
- （三）上一年度实现盈利；
- （四）经审计的上年度末净资产不低于人民币 10 亿元；
- （五）募集后，累计未偿付的次级债本息额不超过保险公司上年度末经审计的净资产值的 50%；
- （六）具有良好的公司治理结构；
- （七）内部控制制度健全且能得到严格遵循；
- （八）资产未被具有实际控制权的自然人、法人或者其他组织及其关联方占用；
- （九）最近两年内无重大违法违规行为；
- （十）中国保监会规定的其他条件。

第十条 保险公司募集次级债应当由董事会制定方案，股东（大）会对下列事项作出专项决议：

- （一）募集规模、期限、利率、对象；

- (二) 募集资金用途;
- (三) 募集次级债决议的有效期;
- (四) 与本次次级债募集相关的其他重要事项。

第十一条 募集人应当聘请律师事务所对本次次级债募集出具法律意见书。

法律意见书应当对募集条件、募集方案、募集条款、信用评级等事项的合法合规性明确发表意见。律师事务所应当客观、公正地出具法律意见书并承担相应责任。

第十二条 募集人可以聘请资信评级机构对本次次级债进行信用评级。

资信评级机构应当客观、公正地出具有关报告文件并承担相应责任。

第十三条 保险公司申请募集次级债, 应当向中国保监会报送下列文件:

- (一) 次级债募集申请报告;
- (二) 股东(大)会有关本次次级债募集的专项决议;
- (三) 可行性研究报告;

可行性研究报告应当包括以下内容:

- 1、募集次级债的必要性;
- 2、次级债的成本效益分析(募集资金的规模、期限、债务定价及成本分析、募集资金的用途、收益预测、对偿付能力的影响等);
- 3、目标债权人的确定及其状况。

- (四) 招募说明书;
- (五) 次级债的协议(合同)文本及法律意见书;
- (六) 公司最近三年经审计的年度财务报告和偿付能力报告以及最近季度末的财务报告和偿付能力报告;
- (七) 已募集但尚未偿付的次级债总额及募集资金运用情况;
- (八) 募集人制定的次级债管理方案;
- (九) 与次级债募集相关的其他重要合同;
- (十) 中国保监会规定提供的其他材料。

保险公司对本次募集次级债进行了资信评级的, 还应当报送次级债资信评级报告。

第十四条 保险公司及其股东和其他第三方不得为募集的次级债提供担保。

第三章 募集

第十五条 募集人应当在中国保监会批准次级债募集之日起 6 个月内完成次级债募集工作。

募集人未能在规定期限内完成募集的, 原批准文件自动失效, 募集人如需募集次级债, 应另行申请。

第十六条 保险公司募集的次级债金额不得超过中国保监会批准的额度。

第十七条 保险公司次级债应当向合格投资者定向募集。

合格投资者是指具备购买次级债的独立分析能力和风险承受能力的投资者, 包括境内法人和境外投资者, 但不包括:

- (一) 募集人控制的公司;
- (二) 与募集人受同一第三方控制的公司。

第十八条 募集人的单个股东和股东的控制方持有的次级债不得超过单次或者累计募集额的 10%，并且单次或者累计募集额的持有比例不得为最高。

募集人的全部股东和所有股东的控制方累计持有的次级债不得超过单次或者累计募集额的 20%。

第十九条 募集人向保险公司或保险资产管理公司募集次级债的条件和额度，应当符合中国保监会的有关规定。

第二十条 募集人可以自行或者委托具有证券承销业务资格的机构募集次级债。

第二十一条 募集人应当在次级债募集结束后十个工作日内向中国保监会报告募集情况，并将与次级债债权人签订的次级债合同的复印件报送中国保监会。

第四章管理和偿还

第二十二条 募集人应当委托中央国债登记结算有限责任公司或中国证券登记结算公司作为次级债的登记、托管机构，并可代为兑付本息。

第二十三条 募集人应当对次级债募集的资金实施专户管理，严格按照可行性研究报告中募集资金的用途和次级债管理方案使用募集资金。

第二十四条 次级债募集资金的运用应当符合中国保监会的有关规定，不得用于投资股权、不动产和基础设施。

第二十五条 募集人只有在确保偿还次级债本息后偿付能力充足率不低于 100% 的前提下，才能偿付本息。

第二十六条 募集人在不能按时偿付次级债本息期间，不得向股东分配利润。

第二十七条 募集人可以对次级债设定赎回权，赎回时间应当设定在次级债募集五年后。次级债合同中不得规定认购人具有次级债赎回权。次级债根据合同提前赎回的，必须确保赎回后保险公司偿付能力充足率不低于 100%。除依据前款设定的赎回权外，保险公司不得提前赎回次级债。

第二十八条 次级债需要延期的，募集人应当对延期期限、利率调整等事项提出议案，并经次级债债权人同意。

募集人应当在与次级债债权人签订延期协议后的五个工作日内，向中国保监会报告延期情况，并将相关合同文本的复印件报送中国保监会。

第二十九条 经募集人同意，认购人可以向其他合格投资者转让次级债。募集人应当在次级债转让交易完成后十个工作日内向中国保监会报告转让情况。

第五章信息披露

第三十条 次级债招募说明书、专题财务报告及重大事项告知等信息披露文件的内容及其制作、发布等，应当符合中国保监会的有关规定。

第三十一条 募集人应当按照中国保监会的有关规定制作次级债招募说明书和其他信息披露文件，保证真实、准确、完整、及时地披露一切对募集对象有实质性影响的信息。但是，不得在媒体上公开刊登或者变相公开刊登。

募集人和有关当事人不得以任何方式误导投资者购买次级债。

第三十二条 募集人应当在招募说明书的显著位置提示投资者：“投资者购买本期次级定期债务，应当认真阅读本招募说明书及有关的信息披露文件，进行独立的投资判断。中国保险监督管理委员会对本期次级定期债务募集的批准，并不表明其对本期债务的投资价值作出了任何评价，也不表明对本期债务的投资风险作出了任何判断”。

第三十三条 募集人应当在招募说明书的募集条款中明确约定：

(一) 募集人只有在确保偿还次级债本息后偿付能力充足率不低于 100% 的前提下, 才能偿付本息;

(二) 募集人在无法按时支付利息或偿还本金时, 债权人无权向法院申请对募集人实施破产清偿;

(三) 募集人依法进入破产偿债程序后, 次级债本金和利息的清偿顺序列于所有非次级债务之后。

第三十四条 招募说明书中的募集条款应当具体明确, 向投资者充分披露本办法关于次级债募集、赎回、延期和本息偿付的规定, 详细约定次级债当事人双方的权利和义务, 约定条款的内容不得违反法律、行政法规和中国保监会的强制性规定。

招募说明书至少应当包括下列内容:

- (一) 次级债募集的规模、期限(起止时间)、利率、对象;
- (二) 募集资金的用途;
- (三) 本息偿付的法定条件、时间、程序、方式;
- (四) 次级债的转让和赎回;
- (五) 募集人和次级债债权人的违约责任;
- (六) 中介机构及其责任。

募集人对本次次级债募集进行了资信评级的, 招募说明书中还应当包括资信评级报告及跟踪评级安排的内容。

第三十五条 在次级债存续期间, 募集人应当在每个会计年度结束后四个月内, 向次级债债权人披露上一年度的次级债专题财务报告。该报告至少应当包括下列内容:

- (一) 经审计的财务报表;
- (二) 经审计的偿付能力状况表、最低资本计算表、认可资产表和认可负债表;
- (三) 债务本息的支付情况;
- (四) 募集资金的运用情况;
- (五) 影响次级债本息偿付的重大投资、关联交易等事项;
- (六) 其他对次级债债权人有重大影响的信息。

募集人进行了跟踪评级的, 还应当包括跟踪评级情况。

第三十六条 募集人出现下列情形之一的, 应当及时告知次级债债权人, 并同时报告中国保监会:

- (一) 偿付能力状况发生重大不利变动;
- (二) 预计到期难以偿付次级债利息或本金;
- (三) 订立可能对次级债还本付息产生重大影响的担保合同及其他重要合同;
- (四) 发生重大亏损或者遭受超过净资产百分之十以上的重大损失;
- (五) 发生重大仲裁、诉讼;
- (六) 减资、合并、分立、解散及申请破产;
- (七) 拟进行重大债务重组。

第六章 监督管理

第三十七条 募集人应在每年 4 月 30 日之前向中国保监会提交次级债专题报告, 内容包括已募集但尚未偿付的次级债的下列信息:

- (一) 金额、期限、利率;
- (二) 登记和托管情况;
- (三) 募集资金的运用情况;
- (四) 本息支付情况;
- (五) 影响本息偿付的重大投资、关联交易等事项;
- (六) 中国保监会要求报告的其他信息。

第三十八条 中国保监会可以对保险公司次级债的管理、募集资金的运用等情况进行现场检查。

第三十九条对违反本办法规定的保险公司,中国保监会可以责令其限期改正,并可以根据情况采取以下监管措施:

- (一) 取消有直接责任的募集人高级管理人员和其他直接责任人员的任职资格;
- (二) 三年内不再受理该保险公司的次级债募集申请;
- (三) 暂停认定可计入该保险公司附属资本的次级债金额;
- (四) 依法组成整顿组织对该保险公司进行整顿。

第四十条募集人违反本办法规定,损害社会公共利益,可能严重危及或者已经危及其偿付能力的,中国保监会可以依法对该保险公司实行接管。

第四十一条募集人及其负有直接责任的高级管理人员和其他直接责任人员违反本办法规定的,由中国保监会给予警告,单处或并处五千元以上三万元以下的罚款;涉嫌犯罪的,依法移交司法机关追究其刑事责任。

第七章附 则

第四十二条本办法施行前保险公司募集的次级债,可以计入附属资本的金额按照原有关规定执行。

第四十三条本办法由中国保监会负责解释和修订。

第四十四条本办法自发布之日起施行。

分析师承诺

负责本研究报告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。

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 2010 年度第二名, 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 2010 年度第二名, 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。中国证券报社和中央电视台财经频道金牛奖金融服务 2010 年第二名。目前为招商证券金融行业研究董事

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, 2010 年获得新财富非银行金融最佳分析师 2010 年度第二名 (团队)。

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 $\pm 5\%$ 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

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于本公司认为可靠的已公开信息, 但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设, 不同假设可能导致分析结果出现重大不同。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, 在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外, 本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可, 任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载, 否则, 本公司将保留随时追究其法律责任的权利。