

保险业



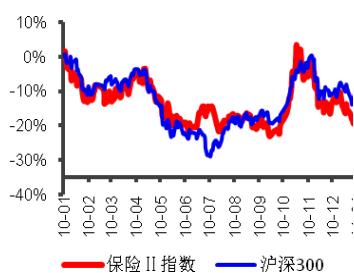
证券研究报告 保险行业专题之

推荐 (维持)

偿付能力与再融资需求

2011年1月10日

行业走势



投资要点

- **综合三家上市保险公司当前及未来几年偿付能力充足率来看,中国平安近期存在再融资需求,规模约为400~500亿元。**当前中国人寿和平安、太保寿险业务偿付能力充足率均在200多的水平,平安产险和太保产险偿付能力充足率则维持在150左右的水平,如果三家公司采取仅为满足监管要求,将产寿险偿付能力充足率保持在150,则三家公司当前资本水平足以支撑未来2~3年业务的发展。但结合各家公司历史偿付能力水平和公司发展的需要,我们认为平安和太保产寿险偿付能力充足率水平分别维持在150和200较为合理,中国人寿则可能在250以上,据此计算,中国平安在2011年有融资需要,如果考虑未来4~5年的发展,融资规模预计在400~500亿元,太保和国寿近期没有融资需求。
- **分步实施A+H股再融资或是最优选择。**保监会于2010年12月发文严控保险公司发行次级债以补充偿付能力,因而我们判断平安若年内启动再融资,或只能通过股票市场融资,综合考虑当前A-H股大幅折价以及再融资对股价波动的影响,我们倾向于认为分步实施A+H股融资是最佳的再融资模式。
- **估值底部和流动性改善决定了当前是介入保险股的良机。**当前三大保险股估值来到了仅次于2008年大熊市时的估值底部,随着1季度资金面的改善,保险股估值修复的逻辑进一步明确,维持整个板块的推荐评级。个股上,我们认为经历再融资风波后中国平安估计已经达到了新的低谷,目前是买入的大好时机,年内再融资可能对股价形成下压的动力,但从长远来看是对公司基本面的锦上添花,维持中国平安强烈推荐评级。

分析师: 胡远川
证书号: S0190207040090
联系人: 曾素芬
张颖
电话: (021) 38565598
邮箱: zengsf@xyzq.com.cn

市场关于中国平安大规模再融资的预期导演了上周平安股价的异常波动，就此公司发表澄清公告，称暂无在 A 股再融资计划。平安 2010 年中报公布产寿险偿付能力下降、收购深发展以及关于公司未来业务快速发展加快资本消耗将导致偿付能力不足是此次再融资风波的起因，在本报告中，我们将从平安、国寿和太保偿付能力分析入手，剖析三家公司的再融资需求。

一、资本缺口有多大，何时需要再融资？

偿付能力充足率是衡量保险公司资本充足状况，为偿付能力监管提供依据的重要指标，按照监管要求，当偿付能力充足率低于 100 为偿付能力不足，偿付能力充足率在 100~150 为充足 I 类，偿付能力充足率在 150 以上为充足 II 类。

表 1、保险行业偿付能力监管

偿付能力充足率	监管措施
<100	偿付能力充足率不足，将公司列为重点监管对象 要求公司提出整改方案并限期达到最低偿付能力额度要求，逾期未达到的，可对该公司采取要求增加资本金、责令办理再保险、限制业务范围、限制向股东分红、限制固定资产购置、限制经营费用规模、限制增设分支机构等，直至达到最低偿付能力额度要求
70~100	除采取与偿付能力充足率在 70~100 同样的监管措施外，还可责令公司拍卖不良资产、责令转让保险业务、限制高级管理人员的薪酬水平和在职消费水平、限制公司的商业性广告、责令停止开展新业务以及保监会认为必要的其他措施。
30~70	除采取偿付能力充足率在 70~100 和 30~70 的同样的监管措施外，还可以对公司进行接管
<30	
100~150	偿付能力充足 I 类
>150	偿付能力充足 II 类

资料来源：CIRC、兴业证券研究所

从 2010 年中报披露的三家上市公司偿付能力充足率指标来看，除太保人寿在上半年经过增资后偿付能力充足率有所改善，其他公司产寿险偿付能力充足率均有所下降，但总体而言各公司偿付能力充足率仍处于充足 II 类区间（平安产险在 2010 年 8 月通过增资现已满足充足 II 类条件）。

表 2、三家上市保险公司偿付能力充足率

公司	2004	2005	2006	2007	2008H	2008	2009H	2009	2010H
平安寿险	123.1	140.7	137.5	287.9	121.3	183.7	220.6	226.7	206.3
平安产险	158.7	153.4	172.7	181.6	111.8	153.3	161	143.6	136.2
中国人寿	315	273	350	525	305	310	324	304	217
太保人寿		14	59	277	169	234	224	208	236
太保产险	115	138	122	197	219	192	188	177	173

资料来源：公司公告、兴业证券研究所

从偿付能力额度的变动来看，有利于偿付能力充足率提升的因素包括增资、公司盈利增加、随着投资环境改善带来的资产公允价值上升等。增资是提升偿付能力的最直接的渠道；公司净利润增加通常能带来未分配利润的增加，从而提升偿付能力资本规模；投资资产，尤其是保险资产配置中占比较高的可供出售类资产浮盈增加带来的资本公积规模增加有利于充足偿付能力资本。消耗偿付能力的

主要因素包括业务增长、分红派息、收购业务、盈利下降、投资资产减值等。

在综合以上因素的前提下，我们对中国平安、中国人寿和中国太保 2010-2012 年的偿付能力充足情况进行了分析，并以此来计算各家公司可能存在的资本缺口。综合寿险、产险、银行（考虑了与深发展的重组）、投资等业务资本充足性，测算 2010~2012 年中国平安资金缺口结果见表 3，中国人寿各种偿付能力充足率假设下资本缺口见表 4，中国太保资本缺口结果见表 5。

表 3、中国平安资本缺口测算（亿元）

	150	200	250	300
2010 年				
150	219.3	213.5	180.6	147.7
200	84.6	78.8	45.9	13.0
250	-50.1	-83.0	-88.8	-121.7
300	-184.8	-190.7	-223.5	-256.4
2011 年				
150	139.7	96.9	54.1	11.4
200	-22.0	-64.8	-107.5	-150.3
250	-183.7	-226.4	-269.2	-312.0
300	-345.3	-388.1	-430.9	-473.6
2012 年				
150	54.3	-1.3	-56.9	-112.5
200	-139.7	-195.3	-250.9	-306.5
250	-333.7	-389.3	-444.9	-500.5
300	-527.7	-583.3	-638.9	-694.5
2013 年				
150	-27.9	-100.1	-172.4	-244.7
200	-260.7	-332.9	-405.2	-477.5
250	-493.4	-565.7	-638.0	-710.3
300	-726.2	-798.5	-870.8	-943.1
2014 年				
150	-142.0	-236.0	-329.9	-423.9
200	-421.4	-515.3	-609.3	-703.2
250	-700.7	-794.7	-888.6	-982.6
300	-980.1	-1074.0	-1168.0	-1261.9

注：表中，第一列表示寿险偿付能力充足率假设，第一行表示产险偿付能力充足率假设

资料来源：兴业证券研究所

表 4、中国人寿资本缺口测算（亿元）

	2010	2011	2012	2013	2014
150	766.7	835.4	918.1	1026.1	1143.6
200	476.0	486.5	499.4	523.7	540.7
250	185.2	137.5	80.7	21.29	-62.19
300	-105.5	-211.4	-338.0	-481.1	-665.1

资料来源：兴业证券研究所

表 5、中国太保资本缺口测算（亿元）

	150	200	250	300
2010 年				
150	159.6	135.3	111.0	86.7
200	85.4	61.1	36.8	12.5
250	11.2	-13.1	-37.3	-61.6
300	-62.9	-87.2	-111.5	-135.8
2011 年				
150	154.1	124.9	95.8	66.6
200	65.1	35.9	6.8	-22.4
250	-23.9	-53.1	-82.2	-111.4
300	-112.9	-142.1	-171.2	-200.4
2012 年				

	150	143.1	108.2	73.2	38.2
	200	36.4	1.4	-33.6	-68.6
	250	-70.4	-105.4	-140.4	-175.4
	300	-177.2	-212.2	-247.2	-282.2
2013 年					
	150	123.8	81.9	39.9	-2.1
	200	-4.3	-46.3	-88.3	-130.3
	250	-132.5	-174.5	-216.4	-258.4
	300	-260.6	-302.6	-344.6	-386.6
2014 年					
	150	103.8	53.4	3.0	-47.3
	200	-50.0	-100.4	-150.7	-201.1
	250	-203.8	-254.2	-304.5	-354.9
	300	-357.6	-407.9	-458.3	-508.7

注：表中，第一列表示寿险偿付能力充足率假设，第一行表示产险偿付能力充足率假设

资料来源：兴业证券研究所

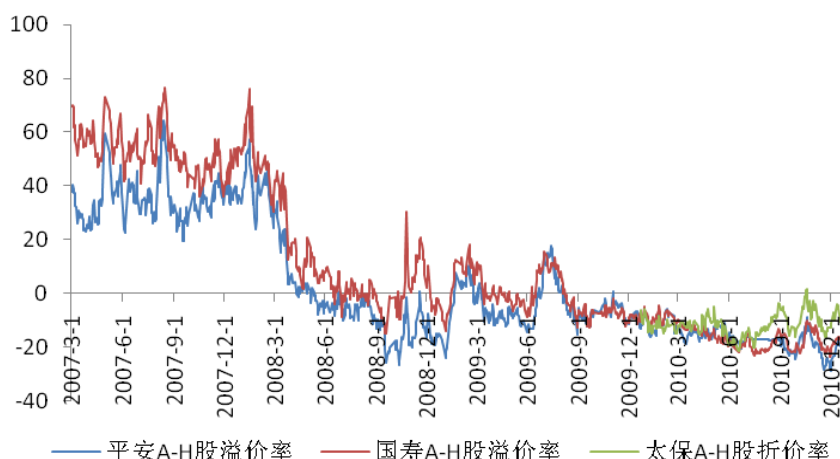
从测算结果来看，在产寿险偿付能力要求均为 150 的假设下，中国平安当前资本足以维持直至 2012 年业务正常发展的需要、中国人寿资本足够维持至 2014 年以后的业务发展，中国太保当前资本能够维持到 2013 年的业务正常发展需要，因此如果各家公司仅为了达到监管要求，将偿付能力充足率定位在 150，当前三家公司均没有再融资的压力。但基于公司进行业务创新以及维持相对较为宽裕的资本以应付突发事件等考虑，保险公司倾向于保持相对高于监管要求的资本充足率，从历史数据来看，平安和太保寿险业务偿付能力充足率平均保持在 200 左右，产险业务偿付能力充足率则平均维持在 150 左右，中国人寿向来以谨慎为其显著经营风格，历史偿付能力充足率多维持在 300 以上，我们预测公司将继续保持在偿付能力充足率方面的优势，今后可能将继续维持的偿付能力充足率在 250 左右，据此可以看出中国平安在 2011 年有融资需求，如果考虑维持公司四、五年的发展需要，融资需求规模在 400~500 亿元之间，公司有可能择机进行再融资；中国太保在 2013 年可能出现资金缺口；而中国人寿融资压力则较小，在偿付能力充足率保持在 250 以上的水平时仍能满足到 3~4 年业务发展的需要。

二、采取哪种方式进行再融资？

通过测算结果来看，中国平安的再融资需求相对较为迫切，极有可能在年内启动再融资，但具体采用何种方式进行再融资有待进一步加以分析。2008 年初中国人寿曾抛出再融资方案，但最终未能成功实施，2009 年初和 2010 年上半年平安产险通过发行次级债，分别融资 20 亿元和 25 亿元，用以补充资本金。次级债对于保险公司融资以解决偿付能力不足有重要意义，但 2010 年 12 月保监会出台《保险公司次级定期债务管理办法（征求意见稿）》，严控保险公司进行次级债再融资，该文件规定保险集团公司不能发行次级债，而且必须是上一年度末动态偿付能力预测未来 1 年内偿付能力充足率可能低于 100 的保险公司才有资格申请募集次级债，同时计入附属资本的次级债不能超过净资产的 50%，以往保险公司常用的发行次级债来解决偿付能力不足的行为将受到遏制。因此，中国平安再融资一部分采用发行次级债的可能性很小，据此我们判断平安应该是通过发行股票来进行再融资。

当前 A-H 股折价率已达历史高位，平安 H 股股价高于 A 股股价的幅度达 25.7%，中国人寿 A-H 股折价率达 21.4%，中国太保 A-H 股折价率为 19.5%。在此背景下，在 H 股融资显然比在 A 股融资具备更多的优势，同时，A 股市场和 H 股市场投资者投资风格存在较大的差异，H 股市场更加青睐有稳定分红派息的大盘蓝筹股，相对 A 股市场更加看好保险股，因此，我们认为在 H 股融资更有优势。但由于平安融资需求规模在 400~500 亿元，按照当前股价进行折算，如单独在 A 股或 H 股市场融资，可能分别需要增发股票 7.55~9.43 亿股、5.56~6.95 亿股，分别占 A、H 股股数的 15.8~19.7%和 19.5~24.3%，占中国平安当前总股本的 9.9%~12.3%和 7.3~9.1%。由于再融资需求规模较大，对公司 EPS 和每股新业务价值摊薄幅度较大，单独在 A 股或 H 股融资都将对股价形成较大的下跌压力，因此我们认为公司采取 A+H 股增发的方式较为有利，可以根据市场形势分步进行，从而保证再融资顺利完成，同时避免股价大幅波动。

图 1、三家上市保险公司 A-H 股溢价率



数据来源：Wind 资讯、兴业证券研究所

三、当前是介入保险股的良好时机

当前保险股估值正处于历史低位区间，2011 年加息环境有利于保险公司盈利空间的扩大，一季度资金面较为宽松，流动性充裕，有助于保险股逐步展开估值修复。在再融资风波中，中国平安股价两日类跌幅累计达 7.74%，使公司股价已经处于底部，目前是买入的良机，至于年内公司再融资对股价的后续影响，我们认为上周股价的下跌已经提前反映了一部分再融资的影响，未来一旦启动再融资会在一定程度上对股价施加下跌的压力，但是我们提请投资者关注平安再融资后公司业务的高速发展，从这个角度上看我们应该更加关注再融资对公司基本面带来的锦上添花的效果，而不仅仅是短期股价波动影响。

图 2、三大保险股股价隐含新业务价值乘数



数据来源: Wind 资讯、兴业证券研究所

表 6、三大保险股估值

	中国平安			中国人寿			中国太保		
	2010E	2011E	2012E	2010E	2011E	2012E	2010E	2011E	2012E
EPS	2.29	2.96	3.66	1.23	1.63	2.01	0.77	1.09	1.34
BVPS	1.23	1.63	2.01	7.73	8.88	10.26	9.62	10.75	12.02
NBVPS	2.06	2.35	2.70	0.74	0.81	0.89	0.72	0.81	0.95
股价隐含新业务 价值乘数	13.71	10.42	7.50	14.56	11.66	9.14	14.32	10.24	6.33

资料来源: 兴业证券研究所

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准, 投资建议的评级标准为:

推 荐: 相对表现优于市场
中 性: 相对表现与市场持平
回 避: 相对表现弱于市场

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

强烈推荐: 相对大盘涨幅大于 15%
推 荐: 相对大盘涨幅在 5% ~ 15%之间
中 性: 相对大盘涨幅在-5% ~ 5%之间
回 避: 相对大盘涨幅小于-5%

机构客户部联系方式

上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 21 层

邮编: 200135

传真: 021-38565955

北京市西城区武定侯街 2 号泰康国际大厦 6 层

邮编: 100140

传真: 010-66290200

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com 信息披露栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

重要声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准, 具备证券投资咨询业务资格。本所报告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, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。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, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。