

证券研究报告

保险 II



分析师 张颖
021-38565970
SAC:S0190511090001

推荐 (维持)

联系人: 曾素芬
021-38565598
zengsf@xyzq.com.cn

《保险公司次级定期债务管理办法》点评

2011 年 10 月 20 日

投资要点

事件:

保监会发布《保险公司次级定期债务管理办法》(简称新办法),就保险公司次级债募集条件、次级债计入附属资本的额度等几个方面的内容进行了修订。

点评:

- **新办法较 2004 年暂行管理办法规定有较大幅度调整。**相较 2004 年保监会发布的《保险公司次级定期债务管理暂行办法》,新办法规定有诸多调整: 1、新办法明确规定保险集团(或控股)公司不得募集次级债; 2、规定计入保险公司附属资本的次级债金额不得超过公司净资产的 50%,而暂行管理办法未进行相应规定; 3、发行主体的条件中规定只有开业满三年、偿付能力低于 150%或预计未来两年内可能低于 150%且公司净资产超过 5 亿的保险公司才能申请发行次级债; 4、规定累计未偿付次级债规模不得超过上年度末净资产的 50%,而暂行管理办法的规定是 100%。
- **新办法颁布前两稿征求意见稿,使市场对此办法的出台事先有所预期。**在此次新办法发布之前,保监会分别于 2010 年 10 月和 2011 年 5 月发布了两稿有关保险公司次级债管理办法的征求意见稿,为此次新办法的出台奠定了基础,尤其是今年 5 月份的征求意见稿,其内容与新办法的规定基本一致,因此此次新办法的出台基本在市场的预期之中。
- **当前保险公司应付次级债占净资产的比重小,离监管上限尚未较大空间。**我们整理了上市的国寿、平安和太保应付次级债的状况,从表 2 中可见,截至 2011 年中期,国寿和平安寿险无待偿次级债,平安产险次级债占净资产比为 26.8%;截至 2011 年三季度,太保产险和寿险均无待偿次级债。若考虑最新拟发行次级债方案在内,国寿和平安寿险次级债占净资产的比重维持在 15%以下,离监管上限尚存较大空间。
- **预计 2011 年三季度国寿和平安寿险偿付能力充足率低于 150%,若补充至该水平,资金缺口合计约为 280 亿。**由于三季度资本市场大幅下跌,导致保险公司资产公允价值下降,从而使公司实际资本面临萎缩,经预测,产寿险公司偿付能力充足率下降在 20%以上,其中国寿和平安寿险偿付能力充足率跌破 130%,若要补充至 150%的水平,两家公司合计的资金缺口约为 280 亿。
- **投资建议:**由于资本市场向下,保险公司面临不利投资环境,投资浮亏急剧扩大,资产缩水影响偿付能力充足率,但鉴于保险股的低估值水平,依然维持推荐投资评级。

表 1 保监会关于次级债务管理的相关规定

	暂行办法(2004年10月)	征求意见稿(2010-12-02)	征求意见稿(2011-05-18)	新办法(2011-10-19)
次级债用途	可用于计入附属资本,但不得用于弥补日常经营损失	可用于计入附属资本,但不得用于弥补日常经营损失	可用于计入附属资本,但不得用于弥补日常经营损失	可用于计入附属资本,但不得用于弥补日常经营损失
计入附属资本的次级债限额	保险公司确定可计入附属资本的次级债金额,应当符合保监会发布的偿付能力报告编报规则的有关规定	计入附属资本的次级债金额不得超过公司净资产的 50%	计入附属资本的次级债金额不得超过公司净资产的 50%	计入附属资本的次级债金额不得超过公司净资产的 50%
募集主体	无	保险集团(控股)公司不得募集次级债	保险集团(控股)公司不得募集次级债	保险集团(控股)公司不得募集次级债
募集条件				
开业时间		超过三年	超过三年	超过三年
偿付能力		上年度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%	偿付能力充足率低于 150%或预计未来两年内偿付能力充足率将低于 150%	偿付能力充足率低于 150%或预计未来两年内偿付能力充足率将低于 150%
净资产		上年度净资产不低于 10 亿元	上年度末净资产不低于 5 亿元	上年度净资产不低于 5 亿元
累计规模限制	募集后累计未偿付次级债本息额不超过上年度净资产值	募集后累计未偿付次级债本息额不得超过上年度末净资产的 50%	募集后累计未偿付的次级债本息额不超过上年度末净资产的 50%	募集后累计未偿付次级债本息额不超过上年度净资产的 50%
其他		上年度实现盈利	具备偿债能力	具备偿债能力
	具有良好的公司治理结构	具有良好的公司治理结构	具有良好的公司治理结构	具有良好的公司治理结构
	内部控制制度健全且能得到严格遵循	内部控制制度健全且能得到严格遵循	内部控制制度健全且能得到严格遵循	内部控制制度健全且能得到严格遵循
	资产未被具有实际控制权的自然人、法人或者其他组织或关联方占用	资产未被具有实际控制权的自然人、法人或者其他组织或关联方占用	资产未被具有实际控制权的自然人、法人或者其他组织或关联方占用	资产未被具有实际控制权的自然人、法人或者其他组织或关联方占用
	最近两年内无重大违法违规行为	最近两年内无重大违法违规行为	最近两年内无重大违法违规行为	最近两年内未受到重大行政处罚
	保监会规定的其他条件	保监会规定的其他条件	保监会规定的其他条件	保监会规定的其他条件

资料来源: CIRC、兴业证券研究所

表 2 截止到 2011 年中期上市保险公司次级债发行情况

	中国人寿	中国平安			中国太保	
截至 2011 年中期		平安产险	平安寿险	截至 2011 年三季度	太保产险	太保寿险
未偿付次级债额度 (亿)	0	45.7		未偿付次级债额度 (亿)	0	0
上年末净资产 (亿)	2087.1	170.4	306.18	上年末净资产 (亿)	142.97	367.14
未偿付次级债额度 / 净资产 (%)	0	26.8		未偿付次级债额度 / 净资产 (%)	0	0
最新发行计划	300	无	40	最新发行计划	无	无
发行后占上年末净资产比重 (%)	14.4	26.8	13.1	发行后占上年末净资产比重 (%)	0	0

资料来源：公司公告、兴业证券研究所

表 3 截至 2011 年中期上市保险公司偿付能力充足率情况及 2011 年三季度偿付能力情况预测

	中国人寿	中国平安		中国太保	
		平安产险	平安寿险	太保产险	太保寿险
截止到 2011 年中期					
实际资本 (亿)	1045.53	191.57	508.78	119.75	326.29
最低资本 (亿)	636.72	97.99	321.9	68.47	169.68
偿付能力充足率 (%)	164.21	195.5	158.1	175	192
2011 年三季度预测					
实际资本 (亿)	800	185	425	115	273
最低资本 (亿)	660	110	340	75	180
偿付能力充足率 (%)	121	168	125	153	152
资本充足率提升到 150%，需要的增资额度 (亿)	191	0	85	0	0

资料来源：公司公告、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

深圳市福田区益田路 4068 号卓越时代广场 15 楼 1502-1503
邮编: 518048
传真: 0755-82562090

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.cn 内幕交易防控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，已具备证券投资咨询业务资格。

兴业证券系列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。

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。