



CICC
中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED

行业动态
证券研究报告

2011 年 10 月 21 日

保险

研究部

毛军华¹

分析师，SAC 执业证书编号：
S0080511020001
maojh@cicc.com.cn

优化资本结构，促进模式转型

《保险公司次级定期债务管理办法》点评

行业近况：

继 2010 年 12 月发布征求意见稿之后，保监会 19 日正式发布《保险公司次级定期债务管理办法》（以下简称“新《办法》”），主要内容如下：

- ▶ **压缩次级债计入附属资本额度。**规定计入附属资本的次级债金额不超过净资产的 50%，低于此前规定的 100%。
- ▶ **次级债募集条件更加严格。**明确保险集团不得募集次级债；要求保险公司当前或者预计未来两年偿付能充足率低于 150% 才能发行次级债；增加“开业超过三年”的募集条件；对募集规模的上限由不超过上年末净资产的 100% 降低到 50%；明确了“两年内未受到重大行政处罚”的具体标准。

评论：

- ▶ **新《办法》符合市场预期。**新《办法》与去年 12 月的征求意见稿相比变化不大，基本符合市场预期。
- ▶ **保险业偿付能力监管趋于严格，强调核心资本的作用，将加快行业发展模式转型。**新办法压缩了次级债发行上限额度，明确了保险集团不得募集次级债，强化了核心资本的作用，加强了对次级债补充偿付能力机制的规范管理。在新《办法》下，核心资本更加宝贵，这将促进保险公司提高资本利用效率，注重提高盈利能力，从而推动公司从“以规模为导向”的发展模式向追求规模效益平衡的发展模式过渡，促进行业发展模式转型。
- ▶ **上市保险公司再融资压力不大。**太平人寿和中国财险发行次级债额度已经超过监管上限。虽然新办法并不对已经发行的次级债进行追溯管理，但太平人寿和中国财险进一步发行次级债将受到限制。新《办法》实施后上市公司的股权融资压力由大到小依次为：太平人寿>中国财险>中国平安>中国人寿>中国太保。如果假设：（1）股票市场相比 3 季度末不再大幅下跌，（2）保险公司使用全部次级债发行额度，（3）2013 年底偿付能力额度保持在 175% 以上，我们估计：（1）太平人寿已用完次级债发行额度，未来 2 年需要股权融资 70 亿元；（2）中国财险 2011 年/2012 年偿付能力略有缺口，未来 2 年需要股权融资 50 亿元；（3）发行 40 亿次级债后，中国平安短期不需股权融资，但从 3 年资本规划角度面临一定压力；（4）中国人寿尚有较大发行次级债提升偿付能力充足率的空间，如果保监会允许其足额发行次级债，未来 2 年不需要进行股权融资。（5）中国太保当前偿付能力压力最小，具备持续向子公司注资能力且子公司尚有较大次级债发行空间。

估值与建议：

目前中国人寿、中国平安和中国太保 A 股 P/EV 倍数仅为 1.4X、1.1X 和 1.3X，H 股 P/EV 倍数为 1.5X、1.3X 和 1.3X，接近或低于 2008 年危机时的最低水平。寿险行业通过转型走出底部还需要时间，估值也处于底部水平，为中长期投资者提供了投资机会，但短期内还需等待更明确的反转信号。

投资风险：

保险公司全面业绩对股市表现敏感度较高。

¹ 报告贡献人：唐圣波，shengbo.tang@cicc.com.cn

图表 1: 股市波动对中国人寿 2011 年全年业绩的影响

	新办法对 2004 年旧办法的修订	政策变化及简评
募集额度变化	将募集后累计未偿付的次级债本息额不超过上年度未经审计净资产的比例由 100% 下调至 50%	降低次级债募集额度上限以及保险公司经营杠杆
募集条件变化	1. 偿付能力充足率低于 150% 或者预计未来两年内偿付能力充足率将低于 150% 的保险公司，可以募集次级债。 2. 保险集团（或控股）公司不得募集次级债 3. 增加“开业超过三年”的募集条件 4. 将原来的“最近两年无违法违规行”明确为“最近两年未收到重大行政处罚”	完善了次级债的募集条件，限定更加严格
募集资金用途变化	1. 增加次级债募集意图为“弥补临时性或者阶段性资本不足” 2. 次级债募集资金不得用于投资股权，不动产和基础设施	对次级债募集资金的限定更加严格
次级债管理和偿还	1. 取消定向募集的限制 2. 明确规定次级债可以委托专业公司登记托管 3. 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%	细化和明确了次级债管理和偿还的规定。
次级债监督管理	1. 次级债募集人应在每年 4 月 30 日以前向中国保监会提交次级债专题报告 2. 登记，托管次级债的募集人应当于每季度结束后十五个工作日内向中国保监会提交次级债专项报告 3. 加大了对违反规定的处罚力度	加强了监督管理，加大了对违反规定的处罚力度

资料来源：保监会，中金公司研究部

图表2：太平人寿次级债发行额度测算

百万港币		2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
寿险						
偿付能力充足率	E	222%	270%	181%	131%	95%
上年期末净资产	A	5,516	8,697	10,205	10,824	12,552
可发行次级债余额上限	B = A*50%	2,758	4,349	5,102	5,412	6,276
累计已发行次级债余额	C	3,578	8,050	8,050	8,050	8,050
剩余次级债发行空间	D = B - C	(819)	(3,701)	(2,948)	(2,638)	(1,774)
最低偿付能力要求	F	2,882	4,020	5,235	6,773	8,689
剩余发债空间可提升偿付能力比率	G = D / F			-56%	-39%	-20%
发行次级债至上限情况下，维持偿付能力在175%需股权融资额				0	2,963	6,934

资料来源：彭博资讯，中金公司研究部

图表3：中国财险次级债发行额度测算

人民币，百万元		2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
财险						
偿付能力充足率	E	111%	115%	154%	175%	193%
上年期末净资产	A	19,744	21,763	26,606	38,165	52,221
可发行次级债余额上限	B = A*50%	9,872	10,882	13,303	19,083	26,110
累计已发行次级债余额	C	8,000	14,157	16,157	16,157	16,157
剩余次级债发行空间	D = B - C	1,872	(3,276)	(2,854)	2,926	9,953
最低偿付能力要求	F	15,690	20,619	23,181	26,658	30,656
剩余发债空间可提升偿付能力比率	G = D / F			-12%	11%	32%
发行次级债至上限情况下，维持偿付能力在175%需股权融资额				4,943	0	0

资料来源：彭博资讯，中金公司研究部

图表4：中国平安次级债发行额度测算

人民币，百万元		2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
寿险						
偿付能力充足率	E	227%	180%	166%	167%	165%
上年期末净资产	A	11,598	28,813	30,618	31,862	44,243
可发行次级债余额上限	B = A*50%	5,799	14,407	15,309	15,931	22,122
累计已发行次级债余额	C	-	-	4,000	4,000	4,000
剩余次级债发行空间	D = B - C	5,799	14,407	11,309	11,931	18,122
最低偿付能力要求	F	22,453	28,295	34,152	41,104	49,007
剩余发债空间可提升偿付能力比率	G = D / F			33%	29%	37%
发行次级债至上限情况下，维持偿付能力在175%需股权融资额				0	0	0
财险						
偿付能力充足率	E	144%	180%	181%	166%	149%
上年期末净资产	A	6,657	9,260	17,447	24,843	32,263
可发行次级债余额上限	B = A*50%	3,329	4,630	8,724	12,422	16,131
累计已发行次级债余额	C	2,000	4,548	4,548	4,548	4,548
剩余次级债发行空间	D = B - C	1,329	82	4,176	7,874	11,583
最低偿付能力要求	F	5,061	8,353	11,230	15,050	20,161
剩余发债空间可提升偿付能力比率	G = D / F			37%	52%	57%
发行次级债至上限情况下，维持偿付能力在175%需股权融资额				0	0	0
集团						
偿付能力充足率		302%	198%	175%	173%	170%
可发行次级债余额上限（寿险+财险）		9,128	19,037	24,033	28,352	38,253
累计已发行次级债余额（寿险+财险）		2,000	4,548	8,548	8,548	8,548
剩余次级债发行空间（寿险+财险）		7,128	14,489	15,485	19,804	29,705
最低偿付能力要求（集团）		38,916	62,778	112,984	136,912	165,764
剩余发债空间可提升偿付能力比率				14%	14%	18%
发行次级债至上限情况下，维持偿付能力在175%需股权融资额				0	0	0

资料来源：彭博资讯，中金公司研究部

图表5：中国人寿次级债发行额度测算

人民币，百万元		2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
寿险						
偿付能力充足率	E	304%	212%	155%	146%	135%
上年期末净资产	A	174,871	212,776	210,475	208,355	234,729
可发行次级债余额上限	B = A*50%	87,436	106,388	105,238	104,178	117,365
累计已发行次级债余额	C	-	-	-	-	-
剩余次级债发行空间	D = B - C	87,436	106,388	105,238	104,178	117,365
最低偿付能力要求	F	48,459	58,385	68,032	78,810	90,814
剩余发债空间可提升偿付能力比率	G = D / F			155%	132%	129%
近期要发行300亿次级债对偿付能力提升比例				44%	38%	33%
发行次级债至上限情况下，维持偿付能力在175%需股权融资额				0	0	0

资料来源：彭博资讯，中金公司研究部

图表6：中国太保次级债发行额度测算

人民币，百万元

寿险

		2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
偿付能力充足率	E	227%	180%	166%	167%	165%
上年期末净资产	A	11,598	28,813	30,618	31,862	44,243
可发行次级债余额上限	$B = A \times 50\%$	5,799	14,407	15,309	15,931	22,122
累计已发行次级债余额	C	-	-	4,000	4,000	4,000
剩余次级债发行空间	$D = B - C$	5,799	14,407	11,309	11,931	18,122
最低偿付能力要求	F	22,453	28,295	34,152	41,104	49,007
剩余发债空间可提升偿付能力比率	$G = D / F$			33%	29%	37%
发行次级债至上限情况下，维持偿付能力在175%需股权融资额				0	0	0

财险

偿付能力充足率	E	144%	180%	181%	166%	149%
上年期末净资产	A	6,657	9,260	17,447	24,843	32,263
可发行次级债余额上限	$B = A \times 50\%$	3,329	4,630	8,724	12,422	16,131
累计已发行次级债余额	C	2,000	4,548	4,548	4,548	4,548
剩余次级债发行空间	$D = B - C$	1,329	82	4,176	7,874	11,583
最低偿付能力要求	F	5,061	8,353	11,230	15,050	20,161
剩余发债空间可提升偿付能力比率	$G = D / F$			37%	52%	57%
发行次级债至上限情况下，维持偿付能力在175%需股权融资额				0	0	0

集团

偿付能力充足率		302%	198%	175%	173%	170%
可发行次级债余额上限（寿险+财险）		9,128	19,037	24,033	28,352	38,253
累计已发行次级债余额（寿险+财险）		2,000	4,548	8,548	8,548	8,548
剩余次级债发行空间（寿险+财险）		7,128	14,489	15,485	19,804	29,705
最低偿付能力要求（集团）		38,916	62,778	112,984	136,912	165,764
剩余发债空间可提升偿付能力比率				14%	14%	18%
发行次级债至上限情况下，维持偿付能力在175%需股权融资额				0	0	0

资料来源：彭博资讯，中金公司研究部

图表 7: 可比公司估值表

公司	股价	总股本	每股收益			每股净资产			集团每股内含价值			每股新业务价值			总资产收益率		
	2011-10-20		10A	11E	12E	10A	11E	12E	10A	11E	12E	10A	11E	12E	10A	11E	12E
中国人寿H股	20.30	28,265	1.40	1.05	1.50	8.69	8.81	9.92	12.41	13.31	14.82	0.83	0.84	0.92	2.56	1.63	2.02
中国平安H股	49.80	7,644	2.66	3.26	4.80	17.24	21.22	25.90	30.93	38.17	45.28	2.39	2.64	2.99	1.64	1.66	2.03
中国太保H股	21.55	8,600	1.17	1.50	2.09	10.98	11.78	13.62	15.06	17.23	19.59	0.83	0.96	1.11	1.99	2.12	2.54
中国太平	17.48	1,704	1.32	0.73	0.92	7.47	8.18	9.02	9.62	10.90	12.81	0.54	0.62	0.76	1.99	1.03	1.01
中国财险	9.68	11,142	0.55	1.01	1.23	2.62	4.13	5.65							2.83	4.21	4.46
中国人寿A股	15.63	28,265	1.19	0.87	1.24	7.38	7.31	8.23	10.55	11.05	12.30	0.70	0.70	0.76	2.56	1.63	2.02
中国平安A股	34.69	7,644	2.26	2.70	3.99	14.66	17.61	21.50	26.29	31.68	37.59	2.03	2.19	2.49	1.64	1.66	2.03
中国太保A股	18.06	8,600	1.00	1.25	1.73	9.34	9.78	11.30	12.80	14.30	16.26	0.71	0.79	0.92	1.99	2.12	2.54
公司	市值	净资产收益率			市盈率(X)			市净率(X)			内含价值倍数			新业务价值倍数			
中国人寿H股	548,258	16.0	11.9	16.0	14.5	19.3	13.6	2.3	2.3	2.0	1.6	1.5	1.4	9.6	8.3	6.0	
中国平安H股	358,208	17.6	17.0	20.4	18.7	15.3	10.4	2.9	2.3	1.9	1.6	1.3	1.1	7.9	4.4	1.5	
中国太保H股	188,216	11.0	13.0	16.4	18.4	14.4	10.3	2.0	1.8	1.6	1.4	1.3	1.1	7.8	4.5	1.8	
中国太平	29,779	19.5	9.3	10.7	13.2	24.0	19.0	2.3	2.1	1.9	1.8	1.6	1.4	14.6	10.6	6.1	
中国财险	107,853	21.6	28.7	25.2	17.6	9.6	7.9	3.7	2.3	1.7							
中国人寿A股	449,249	16.0	11.9	16.0	13.1	17.9	12.6	2.1	2.1	1.9	1.5	1.4	1.3	7.2	6.5	4.4	
中国平安A股	293,936	17.6	17.0	20.4	15.3	12.8	8.7	2.4	2.0	1.6	1.3	1.1	0.9	4.1	1.4	(1.2)	
中国太保A股	154,445	11.0	13.0	16.4	18.2	14.5	10.4	1.9	1.8	1.6	1.4	1.3	1.1	7.4	4.7	1.9	

资料来源：彭博资讯，中金公司研究部

法律声明

一般声明

本报告由中国国际金融有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中金公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。中金公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。中金公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告由受香港证券和期货委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。

本报告由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）仅向符合新加坡《证券期货法》及《财务顾问法》定义下的认可投资者及/或机构投资者提供。提供本报告于此类投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》第 36 条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，在新加坡获得本报告的人员可向中金新加坡提出。

本报告由受英国金融服务监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）仅向中金英国分类为专业投资者及/或合格对手方的客户提供，本报告并未打算提供给零售客户使用。

本报告将依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

特别声明

在法律许可的情况下，中金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，投资者应当考虑到中金公司及/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。

截至报告发布之日前十二个月，中金公司及其关联机构为中国平安、中国人寿提供过投资银行服务。

研究报告评级分布可从 <http://www.cicc.com.cn/CICC/chinese/operation/page4-4.htm> 获悉。

评级标准：分析员估测 12 个月之内绝对收益 20% 以上为“推荐”、10%~20% 为“审慎推荐”、-10%~-10% 为“中性”、-20%~-10% 为“减持”、-20% 以下为“回避”。

本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

北京

中国国际金融有限公司
北京市建国门外大街1号
国贸写字楼2座28层
邮编: 100004
电话: (86-10) 6505-1166
传真: (86-10) 6505-1156

Singapore

China International Capital
Corporation (Singapore) Pte. Limited
#39-04, 6 Battery Road,
Singapore 049909
Tel: (65) 6572-1999
Fax: (65) 6327-1278

上海

中国国际金融有限公司上海分公司
上海市浦东新区陆家嘴环路1233号
汇亚大厦32层
邮编: 200120
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 5888-8976

United Kingdom

China International Capital
Corporation (UK) Limited
Level 25, 125 Old Broad Street
London EC2N 1AR, United Kingdom
Tel: (44-20) 7367-5718
Fax: (44-20) 7367-5719

香港

中国国际金融(香港)有限公司
香港中环港景街1号
国际金融中心第一期29楼
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

北京建国门外大街证券营业部

北京市建国门外大街甲6号
SK大厦1层
邮编: 100022
电话: (86-10) 8567-9238
传真: (86-10) 8567-9235

杭州教工路证券营业部

杭州市教工路18号
世贸丽晶城欧美中心1层
邮编: 310012
电话: (86-571) 8849-8000
传真: (86-571) 8735-7743

成都滨江东路证券营业部

成都市锦江区滨江东路9号
香格里拉办公楼1层、16层
邮编: 610021
电话: (86-28) 8612-8188
传真: (86-28) 8444-7010

武汉解放大道证券营业部

武汉市硚口区解放大道634号
新世界中心写字楼4层
邮编: 430032
电话: (86-27) 8334-3099
传真: (86-27) 8359-0535

佛山季华五路证券营业部

佛山市禅城区季华五路2号
卓远商务大厦一座12层
邮编: 528000
电话: (86-757) 8290-3588
传真: (86-757) 8303-6299

上海淮海中路证券营业部

上海市淮海中路398号
邮编: 200020
电话: (86-21) 6386-1195
传真: (86-21) 6386-1180

南京中山北路证券营业部

南京市中山北路1号
绿地广场2层
邮编: 210008
电话: (86-25) 8316-8988
传真: (86-25) 8316-8397

厦门莲岳路证券营业部

厦门市思明区莲岳路1号
磐基中心商务楼4层
邮编: 361012
电话: (86-592) 515-7000
传真: (86-592) 511-5527

重庆洪湖西路证券营业部

重庆市北部新区洪湖西路9号
欧瑞蓝爵商务中心10层及欧瑞
蓝爵公馆1层
邮编: 401120
电话: (86-23) 6307-7088
传真: (86-23) 6739-6636

天津南京路证券营业部

天津市和平区南京路219号
天津环贸商务中心(天津中心)10层
邮编: 300051
电话: (86-22) 2317-6188
传真: (86-22) 2321-5079

深圳福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号
免税商务大厦裙楼107、201
邮编: 518048
电话: (86-755) 8832-2388
传真: (86-755) 8254-8243

广州天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号
粤海天河城大厦40层
邮编: 510620
电话: (86-20) 8396-3968
传真: (86-20) 8516-8198

青岛香港中路证券营业部

青岛市市南区香港中路9号
香格里拉写字楼中心11层
邮编: 266071
电话: (86-532) 6670-6789
传真: (86-532) 6887-7018

长沙车站北路证券营业部

长沙市芙蓉区车站北路459号
证券大厦附楼三楼
邮编: 410001
电话: (86-731) 8878-7088
传真: (86-731) 8446-2455

大连金马路证券营业部

大连市经济技术开发区金马路128号B
邮编: 116000
电话: (86-411) 8755-5088
传真: (86-411) 8801-7568



中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED