

2015.12.29

举牌解惑篇：六大问题直击内心最深疑惑

——“金融进化论”系列之保险篇（四）

	刘欣琦（分析师）	耿艳艳（研究助理）	孔祥（分析师）
	021-38676647	021-38676640	021-38674744
	liuxinqi@gtjas.com	Gengyanyan@gtjas.com	Kongxiang@gtjas.com
证书编号	S0880515050001	S0880115060008	S0880515080006

摘要：

● 问题 1：举牌的上限在哪里？

解答：最多能达到重大影响，很难达到控制。首先，保险公司只能控股保险类企业、非保险类金融企业、与保险业务相关的企业三类；其次，保险公司只能用自有资金等谋求控股，准备金不能用来对其他企业实现控股；最后，权益投资受到单一资产不超过上季末总资产的 5%（蓝筹股 10%）和单一主体不超过上季末总资产的 20% 的限制，重大股权投资受到账面余额不高于上季末净资产的限制。

● 问题 2：举牌是否可以覆盖成本？

解答：在相关假设下我们计算得出结论，若要覆盖承保端成本，权益投资的收益率需要超过 11.67%，对应的 P/E 需要低于 8.57 倍。简单测算下，被举牌的银行所对应的投资收益率可覆盖负债端成本。据我们了解，保险公司举牌上市公司至重大影响目的并不简单在于提高账面收益率，更重要的在于看中银行地产公司相对较高的股息率、未来通过施加影响提高其分红率、在偿二代下改善偿付能力等。

● 问题 3：后续大规模举牌的可能性？

解答：可能性不大。1）已参与举牌的保险公司后续再大规模举牌会受限，我们测算了近期参与举牌的保险公司几个相关的投资上限，再考虑前期举牌已经计入长期股权投资的账面余额，粗略估计空间已经不大；2）大型保险公司目前资产配置的风格仍然比较稳健，跟进举牌的可能性较小；3）其他中小保险公司总资产和净资产实力较弱，受限于监管上限要求，大规模加入举牌队伍的可能性不大。

● 问题 4：万能险怎么用杠杆？杠杆高吗？

解答：万能险账户只能在进行流动性管理时，通过债券回购融入资金等加部分杠杆，但债券回购业务受到保监会严格的监管限制。参与举牌的保险公司 2014 年的卖出回购金融资产款规模有限。

● 问题 5：目前万能险的规模？

解答：2015 年前 10 月寿险行业万能险规模保费已达 6023.98 亿元，同比增长 84.6%，远高于原保险保费收入 24.2% 的增速。在业务结构上，参与举牌的保险公司万能险规模占到整个保费规模的 62.9%。

● 问题 6：举牌后会不会出现流动性风险？

解答：举牌后 6 个月不能卖出。若保险公司持有股票过于集中，在突然发生大规模退保事件且新保保费增速低于预期时，有可能会发生流动性方面的问题。

相关报告

保险：《监管篇：偿二代，险企监管新起点》	2015.12.23
保险：《举牌篇：中小保险公司的突围之路》	2015.12.14
保险：《权益投资篇：空间仍较大，结构多元化》	2015.11.02
保险：《全年业绩高增可期，应对利率下滑为长期逻辑》	2015.11.01
保险：《利率下行路漫漫，投资稳中求突破》	2015.10.07

目 录

导读:	3
问题 1: 举牌的上限在哪里?	3
问题 2: 举牌是否可以覆盖成本?	4
问题 3: 后续大规模举牌的可能性?	6
问题 4: 万能险怎么用杠杆? 杠杆高吗?	7
问题 5: 目前万能险的规模?	8
问题 6: 举牌后会不会出现流动性风险?	9

导读:

8月底四家上市保险公司半年报披露完毕后,我们发布《承保端无近忧,投资端有远虑——保险行业2015年中报综述》,明确提出:在经济下滑和利率下降周期中,特别是在养老险和健康险短期难有显著改善、各类险种预定利率全部放开以及投资端限制逐步放松的背景下,各家保险公司在投资端如何应对利率下行将成为影响未来竞争力的重要因素,将保险行业的研究重点聚焦于投资端,并随后发布了“金融进化论”保险系列报告。

1) 10月7日发布《利率下行路漫漫,投资稳中求突破》,为“金融进化论”系列之保险篇的引子篇。结论是:在经济增速下滑和利率下降周期中,美国寿险公司投资收益率下行,保费增速先升后降,营业利润增长缓慢。同时分析了metlife的案例,并分析了安邦集团及其子公司举牌上市公司的案例。

2) 11月2日发布《权益投资篇:空间仍较大,结构多元化》,结论是:保险公司当前权益资产占比距监管上限仍有较大空间;从2015年三季报数据看,大型保险公司更偏好持有银行等高股息率的股票,且持仓较集中,而中小型保险公司风险偏好较高,且持仓较为分散;在利率下行的周期中,优质固定收益资产稀缺,保险公司有提高权益资产配置比例的内在动力。

3) 12月14日发布《举牌篇:中小保险公司的突围之路》,结论是:①举牌参与主体为中小保险公司,其负债端成本较高,投资端压力较大;被举牌上市公司以地产银行股为主,股东持股比例分散,多数符合保监会鼓励险资增持蓝筹股的标准。②中小保险公司举牌上市公司具有内在动力:一是举牌至重大影响计入长期股权投资,权益法核算避免股价波动影响,提高投资收益率,并将在偿二代下释放资本金;二是部分被举牌上市公司具备高股息率,资产配置荒下提高保险公司投资收益率。③举牌房地产公司对于保险公司有前瞻性布局的意义:通过参与房地产经营或者加强与房地产公司合作,寻找好的不动产项目,扩大投资性房地产的占比;在我国保险资金运用渠道不断放开的监管背景下,保险公司布局房地产公司,参与房地产公司经营或者加强与房地产公司的合作,对于今后参与抵押贷款和MBS的投资具有前瞻性布局的意义。并详细分析了美国保险行业抵押贷款和MBS的投资情况。

4) 12月23日发布《监管篇:偿二代,险企监管新起点》,详细阐述了偿二代的体系、特点和对行业的影响。总体上,偿二代是风险导向的体系,相对在偿一代体系下,经营风格稳健的保险公司会有资本金的释放,偿付能力充足率将会提高。

本篇我们针对近期市场关注的举牌相关热点问题做重点梳理和归纳。

问题1: 举牌的上限在哪里?

我们梳理了保监会关于投资的相关监管文件，分析相关内容后，我们认为，保险公司举牌后对上市公司的持股最多能达到重大影响，很难达到控制，即举牌后上市公司最多成为保险公司的联营企业，很难成为子公司。

相关规则梳理如下：

- 1) 保险公司只能控股三类企业：保险类企业、非保险类金融企业和与保险业务相关的企业。若非这三类，保险公司不能控股。（原文请见《保险资金运用管理暂行办法》（保监会令 2014 年第 3 号））
- 2) 保险公司不能使用准备金对其他公司进行控股。（原文请见《保险资金运用管理暂行办法》（保监会令 2014 年第 3 号））
- 3) 投资权益类资产的账面余额，合计不高于本公司上季末总资产的 30%（符合一定条件的保险公司，可进一步增持蓝筹股票，增持后权益类资产余额不高于上季度末总资产的 40%），且重大股权投资的账面余额不高于本公司上季末净资产。账面余额不包括保险公司以自有资金投资的保险类企业股权。重大股权投资，是指对拟投资非保险类金融企业或者与保险业务相关的企业实施控制的投资行为。（原文请见《中国保监会关于加强和改进保险资金运用比例监管的通知》（保监发〔2014〕13 号）和《中国保监会关于提高保险资金投资蓝筹股票监管比例有关事项的通知》（保监发〔2015〕64 号））
- 4) 投资单一权益类资产的账面余额，不高于本公司上季末总资产的 5%（符合一定条件的保险公司，投资单一蓝筹股票的余额占上季度末总资产的监管比例上限为 10%）。重大股权投资和以自有资金投资保险类企业股权除外。（原文请见《中国保监会关于加强和改进保险资金运用比例监管的通知》（保监发〔2014〕13 号）和《中国保监会关于提高保险资金投资蓝筹股票监管比例有关事项的通知》（保监发〔2015〕64 号））
- 5) 投资单一法人主体的余额，合计不高于本公司上季末总资产的 20%。以自有资金投资保险类企业股权等除外。（原文请见《中国保监会关于加强和改进保险资金运用比例监管的通知》（保监发〔2014〕13 号））

因此，首先，若举牌的不是上述三类企业，保险公司不能控股；其次，若是上述三类企业，保险公司只能用自有资金等谋求控股，准备金不能用来对其他企业实现控股；最后，权益投资受到单一资产不超过上季末总资产的 5%（蓝筹股 10%）和单一主体不超过上季末总资产的 20% 的限制，重大股权投资受到账面余额不高于上季末净资产的限制。

问题 2：举牌是否可以覆盖成本？

“举牌到重大影响，计入长期股权投资，采用权益法核算能够避免二级市场股价的波动”，这一逻辑已经为大家所熟知。有投资者非常关注一个问题，举牌后收益率是否能够覆盖承保端的成本？

为说明这一问题，我们先做个简单测算。先做如下假设，在投资端，假设参与举牌的保险公司的权益投资占比为 30%，其他投资占比为 70%，

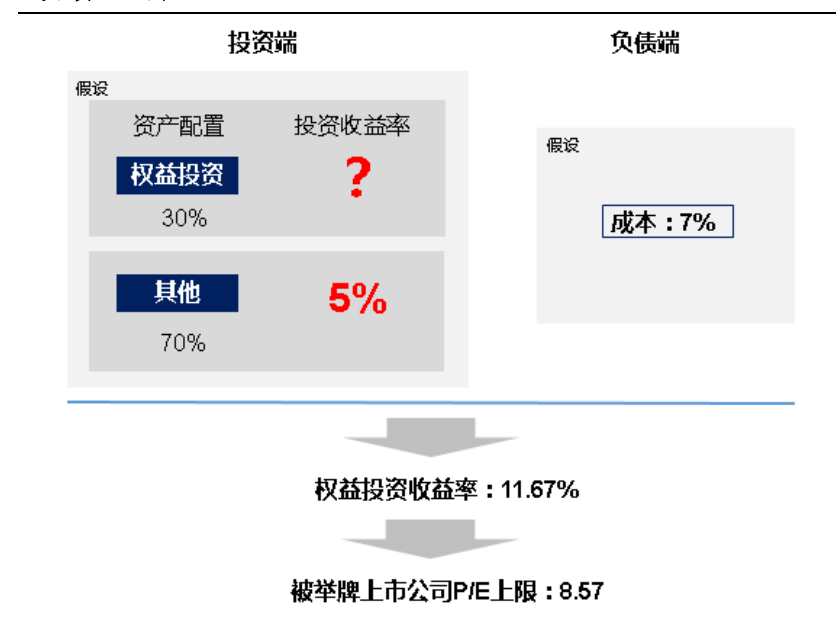
且假设其他投资的投资收益率为 5%^注（其他投资包括债券、定期存款、债权投资计划、其他金融资产等）；在承保端，假设成本为 7%（我们在《举牌篇：中小保险公司的突围之路》中已经分析过，参与举牌的保险公司主要通过万能险来扩大保费规模，且万能险结算利率多在 5% 以上，加上渠道成本，再考虑除万能险以外这些保险公司还有其他类型的险种，因此粗略估计负债端成本在 7% 左右）。根据上述假设我们计算出，若要覆盖承保端的成本，权益投资的收益率需要超过 11.67%，对应的 P/E 需要低于 8.57 倍。

由于无法准确获取保险公司举牌上市公司每笔交易对应的确切日期及支付的对价的信息，我们做个简单测算，计算出举牌披露日期对应的被举牌上市公司的市盈率及其对应的投资收益率。我们可以看到，被举牌的银行所对应的投资收益率可以覆盖负债端成本，但被举牌的地产类公司所对应的投资收益率是否能够覆盖成本依赖于实际举牌时支付的对价的高低。

据我们了解，保险公司举牌上市公司至重大影响的目的并不简单在于提高账面收益率，更重要的在于看中银行、地产公司相对较高的股息率，未来通过施加影响提高其分红率，以及在偿二代下改善偿付能力等。

（注：由于无法通过公开渠道获取相关数据，我们假设其为 5%，实际中各家公司可能有一定差异。我们仅提供一种思考问题的方法，在相关假设前提下得出的结论仅供参考。）

图 1：在相关假设下，被举牌上市公司的市盈率需要低于 8.57 倍才能覆盖负债端成本



数据来源：国泰君安证券研究

表 1：被举牌的银行地产公司在举牌披露日的 P/E 及对应的投资收益率

证券代码	证券简称	2014 年 EPS(元)	2015 年 EPS(wind 一致预测)(元)	举牌披露 日期	举牌披露日 股价(元)	举牌披露日 对应的 P/E	投资收益率
600036.SH	招商银行	2.2200	2.3742	2014/12/9	13.04	5.87	17.0%
000402.SZ	金融街	0.9700	1.0203	2014/12/17	10.66	10.99	9.1%
600016.SH	民生银行	1.3100	1.2811	2014/12/17	9.47	7.23	13.8%
600383.SH	金地集团	0.8900	0.9894	2014/12/19	8.88	9.98	10.0%
601166.SH	兴业银行	2.4700	2.6567	2015/7/9	17.08	6.43	15.6%
000069.SZ	华侨城 A	0.6566	0.7262	2015/10/29	8.26	11.37	8.8%
000002.SZ	万科 A	1.4300	1.6452	2015/12/7	18.02	10.95	9.1%
3377.HK	远洋地产	-	0.7529	2015/12/7	4.22	5.60	17.8%
600000.SH	浦发银行	2.5210	2.6577	2015/12/8	20.1	7.56	13.2%

数据来源: Wind, 公司公告, 国泰君安证券研究

问题 3: 后续大规模举牌的可能性?

我们将保险公司分为三类: 已参与举牌的保险公司、大型保险公司、其他中小保险公司, 然后分别说明每类保险公司举牌的可能性。

我们认为, 已经参与举牌的保险公司后续大举举牌银行、大型地产公司的可能性已经比较小了, 因为安邦保险、生命保险等总资产和净资产规模较大的保险公司已经举牌了银行和地产公司, 且基本已经达到了重大影响, 后续再大举举牌将会受限: 我们测算了近期参与举牌的保险公司几个相关的投资上限 (主要是单一资产不超过上季末总资产的 10% 这一限制), 再考虑前期举牌已经计入长期股权投资的账面余额, 粗略估计空间已经不大。银行和大型地产公司的市值都较大, 再次举牌银行和大型地产公司可能很快会触及监管上限, 因此后续大规模举牌可能性较小, 但举牌市值较小且盈利情况较好的公司仍有可能。

(注: 按照保监会的相关监管文件, 应该取上季末的总资产和净资产数据测算权益投资上限, 但是因为无法从公开渠道获取非上市保险公司上季末的财务数据, 所以我们只能按照 2014 年年度财务报表的相关数据进行测算, 考虑到举牌的保险公司在 2015 年的总资产和净资产均有一定程度的扩张, 因此测算的结果低于真实上限, 但仍有一定的参考借鉴意义。)

我们目前了解到的情况, 大型保险公司跟进举牌的可能性较小。大型保险公司在战略资产配置 (SAA) 上尚没有提高权益资产占比的计划, 一方面大型保险公司在负债端具有品牌优势和渠道优势, 且在经营上坚持价值导向, 业务结构较好, 负债成本相对于中小保险公司显著较低; 二是大型保险公司资产端的久期较长且投资资产规模足够大, 到期再配置资产的压力目前尚可, 因此目前资产配置的风格仍然比较稳健, 更加关注固定收益类资产的收益率下行趋势、持续时间和低点在哪里, 预计 2016 年可能会增加短期信用债的配置以等待固定收益类资产收益率见底, 另外可能会加大一级市场股权投资等渠道的探索。

其他中小保险公司总资产和净资产实力较弱，受限于监管上限要求，大规模加入举牌队伍的可能性不大。

表 2：参与举牌保险公司 2014 年财务数据及按监管比例测算的权益投资上限(单位：亿元)

公司	总资产	归母股东权益	总资产的 40%	总资产的 30%	总资产的 20%	总资产的 10%	总资产的 5%
阳光人寿	958.56	121.37	383.43	287.57	191.71	95.86	47.93
阳光财险	333.23	65.20	133.29	99.97	66.65	33.32	16.66
国华人寿	518.90	80.71	207.56	155.67	103.78	51.89	25.95
前海人寿	560.09	59.09	224.04	168.03	112.02	56.01	28.00
生命人寿	2,389.23	261.36	955.69	716.77	477.85	238.92	119.46
安邦人寿	1,195.29	430.56	478.12	358.59	239.06	119.53	59.76
安邦财险	2,088.88	582.93	835.55	626.66	417.78	208.89	104.44
和谐健康险	319.22	117.22	127.69	95.77	63.84	31.92	15.96
华夏人寿	1,303.54	135.77	521.42	391.06	260.71	130.35	65.18

数据来源：年度信息披露报告，国泰君安证券研究

表 3：银行、房地产公司市值较大(数据截至 2015 年 12 月 25 日)

证券代码	证券简称	总市值(亿元)	申万一级行业
600036.SH	招商银行	4,491.64	银行
600000.SH	浦发银行	3,603.85	银行
601166.SH	兴业银行	3,322.73	银行
600016.SH	民生银行	3,243.85	银行
000002.SZ	万科 A	2,629.98	房地产
600383.SH	金地集团	688.89	房地产
000069.SZ	华侨城 A	686.86	房地产
000402.SZ	金融街	382.28	房地产

数据来源：Wind，国泰君安证券研究

问题 4：万能险怎么用杠杆？杠杆高吗？

由于媒体的一些报道，近期市场上特别关注万能险的杠杆问题。我们对这个问题的理解是，万能险账户只能在流动性管理时，通过债券回购融入资金等加部分杠杆，但债券回购业务受到严格的限制，保监会要求：①明确资金用途。保险机构债券回购融入资金应当主要用于临时调剂头寸和应付大额保险赔付等需要。②控制融资规模。保险机构偿付能力达到监管规定的，融入资金余额不得超过该机构上季末总资产的 20%，偿付能力未达到监管标准的，融入资金余额不得超过该机构上季末总资产的 10%。遇有特殊情况需要临时提高比例，须向中国保监会报告。③严格比例管理。计算各类投资资产比例，应当以扣除债券回购融入资金余额的总资产为计算基础。④若同业拆借、债券回购等融入资金余额合计占本公司上季末总资产的比例高于 20%，应当向中国保监会报告，并列入重点监测。（前 3 条原文请见《关于加强保险机构债券回购业务管理的通知》（保监发〔2009〕106 号），第 4 条原文请见《中国保监会关于加强和改进保险资金运用比例监管的通知》（保监发〔2014〕13 号））

我们也查询了举牌保险公司 2014 年的卖出回购金融资产款的金额，总

体上规模有限。

表 4: 参与举牌的保险公司 2014 年卖出回购金融资产款规模

公司	卖出回购金融资产款(亿元)
阳光人寿	87.8
阳光财险	40.3
国华人寿	59.1
前海人寿	8.4
生命人寿	97.8
安邦人寿	2.9
安邦财险	-
和谐健康险	-
华夏人寿	26.0

数据来源：年度信息披露报告，国泰君安证券研究

问题 5: 目前万能险的规模?

从保监会披露的数据，我们能看到，寿险行业 2015 年前 10 月万能险规模保费已经超过 6000 亿元，而 2014 年全年该规模尚不足 4000 亿元，2015 年前 10 月寿险行业万能险规模同比增长 84.6%，远高于原保险保费收入的 24.2% 的增速。

参与举牌的保险公司万能险规模增速也较快，多数公司增速在 100% 以上。在保费结构上，六家公司合计数据口径下，万能险占到整个保费规模的 62.9%，远高于整个行业的 29.6% 的水平。

表 5: 2015 年寿险行业万能险规模增长迅猛

项目	2015 年前 10 月		2014 年	
	金额(亿元)	同比	金额(亿元)	同比
原保险保费收入	13,820.38	24.2%	12,690.28	18.1%
保户投资款新增交费	6,023.98	84.6%	3,916.75	21.9%
投连险独立账户新增交费	539.65	206.0%	289.50	248.1%
合计	20,384.01	39.9%	16,896.54	20.4%

数据来源：保监会，国泰君安证券研究

表 6: 参与举牌的保险公司万能险规模增速较快，在保费结构上万能险占比较大（2015 年前 10 月）

公司	原保险保费收入			总保费规模			保户投资款新增交费	
	金额（亿元）	排名	同比	金额（亿元）	排名	同比	金额（亿元）	同比
阳光人寿	280.65	10	93.6%	456.36	12	122.1%	175.38	192.9%
国华人寿	204.27	13	611.7%	393.89	13	160.6%	189.61	57.9%
前海人寿	136.45	17	410.7%	617.95	11	112.3%	481.5	82.1%
生命人寿	668.16	7	96.1%	1,391.30	3	121.3%	720.45	150.0%
安邦寿险	469.11	9	9.0%	686.91	10	36.1%	217.81	193.3%
华夏人寿	43.34	32	55.8%	1,316.89	4	119.7%	1,273.55	122.8%

数据来源：保监会，国泰君安证券研究

问题 6: 举牌后会不会出现流动性风险?

举牌后 6 个月不能卖出。主要依据《证券法》第四十七条的规定：上市公司董事、监事、高级管理人员及持有上市公司股份百分之五以上的股东，将其持有的该公司的股票在买入后六个月内卖出，或者在卖出后六个月内又买入，由此所得收益归该公司所有，公司董事会应当收回其所得收益。

若保险公司持有股票过于集中，在突然发生大规模退保事件且新保保费增速低于预期时，有可能会发生流动性方面的问题。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格**分析师声明**

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		