

行业简报

资本补充渠道拓宽，利好核心偿付能力充足率

——《关于保险公司发行无固定期限资本债券有关事项的通知（征求意见稿）》点评

非银金融
增持（维持）

作者

分析师：王一峰

执业证书编号：S0930519050002

010-56513033

wangyf@ebscn.com

联系人：郑君怡

zhengjy@ebscn.com

行业与沪深300指数对比图



资料来源：Wind

相关研报

雄关漫道从头越——保险行业 2022 年年度投资策略（2021-11-06）

保险业拐点何时到来？——保险行业 2021 年中期策略报告（2021-07-22）

穿越周期，静待花开——保险行业 2021 年投资策略（2021-02-02）

多重利好预期下保险股大涨，预计股价仍具上行空间——近期保险股股价走势点评（2020-11-29）

险企开始布局 2021，开门红产品打头阵——保险 Q4 投资策略及开门红点评（2020-10-16）

厚积薄发，拐点将至——保险行业 2020 下半年投资策略（2020-06-15）

要点

事件：中国人民银行、中国银保监会就《关于保险公司发行无固定期限资本债券有关事项的通知（征求意见稿）》公开征求意见，对相关事项进行了规范：

(1) 明确了保险公司无固定期限资本债券的定义和发行、信息披露、登记托管的相关要求；

(2) 规范了保险公司无固定期限资本债券的相关条款，包括减记和转股条款、利息取消条款等，还明确了减记和转股的触发事件；

(3) **取消了保险公司无固定期限资本债券的强制评级要求；**

(4) 强调保险公司应当提升无固定期限资本债券的市场化定价程度，丰富投资者类型，提高保险公司的资本质量；

(5) 从宏观角度出发，对保险公司发行包含无固定期限资本债券在内的资本补充债券实行余额管理。

点评：一、险企资本补充债券的政策沿革：自 04 年政府已多次推动保险公司拓展资本补充渠道，增强公司偿付能力。

(1) 自 2004 年中国保监会颁布实施了《保险公司次级定期债务管理暂行办法》以来，保险公司通过发行次级债增强了偿付能力，对行业可持续发展起到了积极作用；2011 年，保监会对该办法进行了修订，限定了次级债计入附属资本的额度，强化了核心资本的作用；

(2) 2012 年，银保监会发布《关于上市保险公司发行次级可转换债券有关事项的通知》，允许上市保险公司和上市保险集团公司发行次级可转换债券，次级可转债在转换为股份前，可以计入公司的附属资本；

(3) 2015 年，中国人民银行与中国保监会联合发布公告，允许保险公司在全国银行间债券市场发行资本补充债券，进一步拓宽保险公司资本补充渠道，提高保险公司偿付能力和抵御风险能力。此后，上市险企共发行十年期资本补充债券 1450 亿元。由于期限均为十年，均计入附属一级资本，提高了综合偿付能力充足率，但未对核心偿付能力充足率产生影响。

表 1：上市险企发行资本补充债券情况

	发行面值（亿元）	票面年利率	发行日期	期限
平安寿险	200	前 5 年：3.58%；后 5 年：4.58%	2020 年	10 年
平安产险	35	前 5 年：5.10%；后 5 年：6.10%	2017 年	
	100	前 5 年：4.64%；后 5 年：5.64%	2019 年	
中国人寿	350	4.28%	2019 年	
太保产险	50	前 5 年：5.10%；后 5 年：6.10%	2018 年	
	50	前 5 年：4.99%；后 5 年：5.99%	2018 年	
新华保险	100	前 5 年：3.30%；后 5 年：4.30%	2020 年	
中国人保	180	前 5 年：4.99%；后 5 年：5.99%	2018 年	
人保寿险	120	前 5 年：5.05%；后 5 年：6.05%	2018 年	
人保健康	35	前 5 年：4.95%；后 5 年：5.95%	2017 年	
人保财险	150	前 5 年：3.65%；后 5 年：4.65%	2016 年	
	80	前 5 年：3.59%；后 5 年：4.59%	2020 年	

资料来源：各公司公告，光大证券研究所整理

表 2：历年拓宽保险公司资本补充渠道政策

时间	政策	主要内容
2011.10	中国保监会发布《保险公司次级定期债务管理办法》	次级债是国际通行的资本补充渠道，自 2004 年中国保监会颁布实施了《保险公司次级定期债务管理暂行办法》以来，通过发行次级债，增强了保险公司的偿付能力，为防范行业风险、应对全球金融危机、支持行业可持续发展起到了积极作用。新《办法》对 2004 年发布的旧办法进行了修订，限定了次级债计入附属资本的额度，强化了核心资本的作用，有利于提高公司资本质量和改进行业资本结构，增强行业抵御风险的能力。
2012.05	《关于上市保险公司发行次级可转换债券有关事项的通知》	为拓宽保险公司资本补充渠道，提高保险公司偿付能力管理水平，允许上市保险公司和上市保险集团公司（以下统称保险公司）发行次级可转换债券；保险公司次级可转债在转换为股份前，可以计入公司的附属资本。
2015.01	《中国人民银行 中国保监会联合发布公告 允许保险公司在全国银行间债券市场发行资本补充债券》	中国人民银行与中国保监会联合发布 2015 年第 3 号公告，允许保险公司在全国银行间债券市场发行资本补充债券。推进保险公司在银行间债券市场发行资本补充债券有利于拓宽保险公司资本补充渠道，提高保险公司偿付能力和抵御风险能力。

资料来源：银保监会，光大证券研究所整理

二、此次征求意见的原因？ 偿二代二期监管趋严，行业转型期保费承压，险企偿付能力充足率或受负面影响。一方面，偿二代二期即将实施，新规则对保险公司实际资本与最低资本的计量趋严，保险公司的偿付能力将面临更高要求；另一方面，行业目前正处于告别“人海战术”以及车险综合改革的关键时期，业务量下滑，保费增速承压。我们认为，**保险公司偿付能力充足率或受负面影响，且中小型保险公司所受影响更大。**

表 3：《关于保险公司发行无固定期限资本债券有关事项的通知（征求意见稿）》主要内容

	主要内容
1	保险集团（控股）公司不得发行无固定期限资本债券。
2	保险公司发行的无固定期限资本债券应当含有减记或转股条款，当触发事件发生时，无固定期限资本债券应当实施减记或转股。
3	保险公司减记和转股的触发事件包括持续经营触发事件和无法生存触发事件。持续经营触发事件是指保险公司的核心偿付能力充足率低于 30%；无法生存触发事件指发生以下情形之一：一是中国银保监会认为若不进行减记或转股，保险公司将无法生存；二是相关部门认定若不进行公共部门注资或提供同等效力的支持，保险公司将无法生存。
4	会计分类为权益工具的无固定期限资本债券，应当设定无法生存触发事件；会计分类为金融负债的无固定期限资本债券，应当同时设定持续经营触发事件和无法生存触发事件。
5	保险公司发行的无固定期限资本债券，赎回后偿付能力充足率不达标的，不能赎回；支付利息后偿付能力充足率不达标的，当期利息支付义务应当取消。保险公司无法如约支付利息时，无固定期限资本债券的投资者无权向法院申请对保险公司实施破产。
6	发行人应充分、及时披露无固定期限资本债券相关信息，真实、准确、完整地揭示无固定期限资本债券的特有风险，包括但不限于次级性风险、利息取消风险、减记损失风险、转股风险。
7	保险公司可通过发行无固定期限资本债券补充核心二级资本，无固定期限资本债券余额不得超过核心资本的 30%。
8	中国人民银行对保险公司发行包括无固定期限资本债券在内的资本补充债券实行余额管理。在核定余额有效期内任一时点，发行人存续资本补充债券余额不得超过核定额度。

资料来源：银保监会，光大证券研究所整理

三、核心变化及主要影响？ 保险公司版永续债得到进一步规范，利好险企核心偿付能力充足率。央行与银保监会明确了保险公司无固定期限资本债券的定义，即没有固定期限、含有减记或转股条款、在持续经营状态下和破产清算状态下均可以吸收损失、满足偿付能力监管要求的资本补充债券，并规范了相关条款，取消了强制评级要求，同时规定：

(1) 保险公司发行的无固定期限资本债券，赎回后偿付能力充足率不达标的，不能赎回；支付利息后偿付能力充足率不达标的，当期利息支付义务应当取消；保险公司无法如约支付利息时，投资者无权向法院申请对保险公司实施破产。

(2) 保险公司可通过发行无固定期限资本债券补充核心二级资本，**无固定期限资本债券余额不得超过核心资本的 30%。**

由此可见，在新规定下无固定期限资本债券的发行在拓宽保险公司的资本补充渠道的同时，**将利好核心资本，提高保险公司核心偿付能力充足率**（=核心资本/最低资本），以助力险企应对偿二代二期及行业转型期或将对核心偿付能力带来的不利影响。据测算，平安寿险、中国人寿、太保寿险、新华保险、人保寿险若按最大上限发行，总计将发行 1.25 万亿永续债，以 21Q3 为基准核心偿付能力

充足率将分别提高 99.6pct、110.4pct、96.7pct、108.4pct、99.5pct。我们认为，拥有大量客户群体的大型险企将在无固定期限资本债券发行过程中获得更大的蛋糕，强者恒强。

表 4：按无固定期限资本债券发行上限测算上市险企核心偿付能力充足率变化（单位：亿元；%）

	21Q3 核心资本	无固定期限资本债券发行上限	发行后核心资本	发行后核心偿付能力充足率	21Q3 核心偿付能力充足率	变动
平安寿险	10,636	4,558	15,195	332.0%	232.4%	99.6pct
平安产险	1,131	485	1,615	363.1%	254.2%	108.9pct
中国人寿	10,288	4,409	14,697	367.9%	257.5%	110.4pct
太保寿险	3,725	1,596	5,321	323.7%	227.0%	96.7pct
太保产险	465	199	664	327.4%	229.0%	98.4pct
新华保险	28	12	40	361.5%	253.0%	108.4pct
人保寿险	1,031	442	1,472	331.6%	232.1%	99.5pct
人保产险	1,895	812	2,707	383.9%	268.7%	115.2pct
合计	-	12,514	-	-	-	-

资料来源：中保协，光大证券研究所测算

投资建议：目前各险企在代理人清虚和车险综改的双重压力下，保费增速均有不同程度的承压，但随着改革的不断推进，以及康养产业带来的新增长动力，转型成效显现只是时间问题。建议持续关注偿付能力充足率稳定、拥有大量客户群体、业绩有望恢复增长的中国平安（A+H）、中国太保（A+H）。

风险提示：政策改革推进不及预期；长端利率超预期下行。

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

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。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

光大新鸿基有限公司和 Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区南京西路 1266 号
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

光大新鸿基有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE