



# 中国保险并购交易回顾与展望



**中信证券**  
CITIC SECURITIES

林春升

2019年12月

# 目录

---

第一章 中国保险并购交易回顾

第二章 精算师在保险并购交易中所发挥的作用

第三章 典型案例分享

第四章 中国保险并购交易未来展望

---

## 第一章 中国保险并购交易回顾

### 1.1 近年来国内重要保险并购交易回顾

### 1.2 国内保险并购交易的主要特点

## 1.1 近年来国内重要保险并购交易回顾（寿险）

交易时间	目标公司	转让方	受让方	受让方类型	入股方式	交易比例	交易金额 (亿元)	P/B
2019年11月*	幸福人寿	信达资管	紫光集团	国企	老股转让	51%	75	2.52
2019年3月*	和谐健康保险	保险保障基金	大连福佳集团	民企	老股转让	100%	228	3.57
2016年12月	君康人寿	-	中国忠旺	民企	老股转让	85%	292.2	6.39
2016年9月	新光海航人寿	海航集团、新光人寿	柏霖资产	民企	老股转让	75%	11.3	n/a
2015年11月	中新大东方人寿 (现名: 恒大人寿)	重庆地产、重庆城投、重庆财信	恒大地产集团	民企	老股转让	50%	39.4	13.15
2015年8月	中航三星人寿 (现名: 中银三星人寿)	-	中国银行	国企	新股增发	51%	12.8	4.38
2014年12月	海康人寿 (现名: 同方全球人寿)	中海油	同方股份	国企	老股转让	50%	10	3.11
2014年10月	中法人寿	中邮集团、法国人寿	鸿商集团、人济九鼎	民企	老股转让	75%	4.7	5.18
2013年10月	国泰人寿 (陆家嘴国泰人寿)	东航集团	上海陆家嘴金融	国企	老股转让	50%	8.5	4.84
均值							75.8	5.39
中位数							12.8	4.61

\* 尚未完成监管审批

# 1.1 近年来国内重要保险并购交易回顾（财险）

交易时间	目标公司	转让方	受让方	受让方类型	入股方式	交易比例	交易金额 (亿元)	P/B
2019年9月*	现代财险	-	联想、滴滴	民企	新股增发	51%	11.20	1.13
2019年8月	长安责任保险	-	国厚资管、蚌埠高新	国企	新股增发	51%	16.30	n/a
2019年8月	安盛天平财险	天茂集团等	法国安盛保险	外资	老股转让	50%	46.00	2.00
2018年6月	诚泰财险	-	紫光集团	国企	新股增发	30%	24.69	1.16
2018年4月	安联保险	安联保险集团	京东及其联合体	民企	新股增发	50%	8.05	1.96
2016年12月	信达财险 (现名: 国任财险)	信达资管	深圳投控	国企	老股转让	41%	42.20	3.72
2016年3月	安盛天平财险	上海益科、海南华阁等	天贸集团	民企	老股转让	41%	47.68	3.20
2015年11月	民安财险 (现名: 亚太财险)	海航资本等	泛海集团	民企	老股转让	51%	17.85	2.80
2015年8月	国泰产险	-	蚂蚁金服	民企	新股增发	51%	12.00	2.89
均值							25.1	2.36
中位数							11.9	2.40

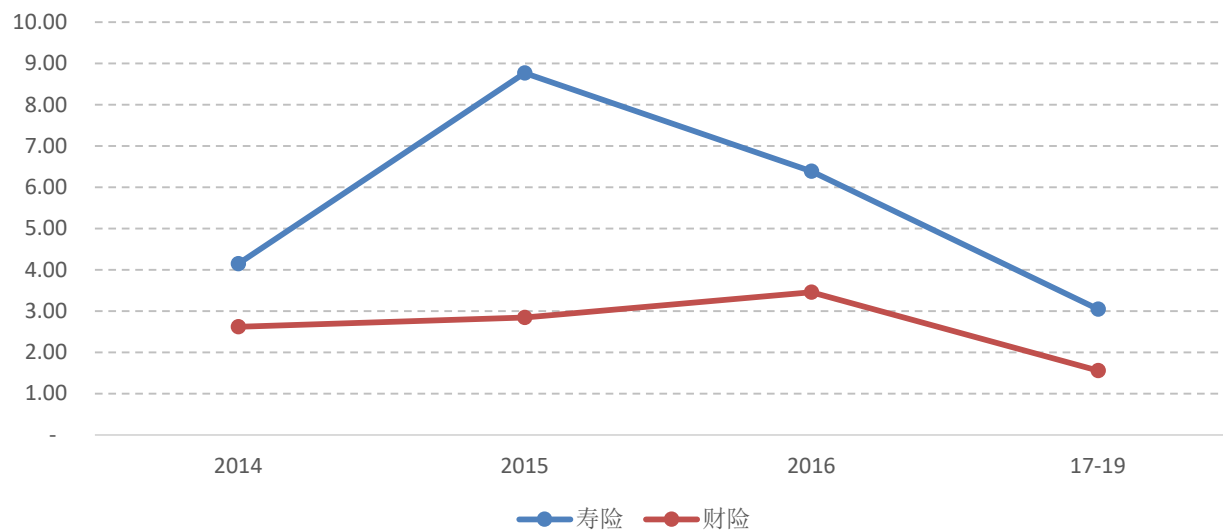
\* 尚未完成监管审批

## 1.2 国内保险并购交易的主要特点

### 交易价格

- 2014年以来寿险公司控股权发生变化的平均P/B为5.47倍，财险公司为2.43倍，差跨非常明显
- 从趋势上看，15-16年为控股权交易估值的近期高峰，17-19年有明显的下降
- 从转让方式上看，增资引入新股东的方式一般P/B要低于转让老股

保险公司近年来控股权交易P/B

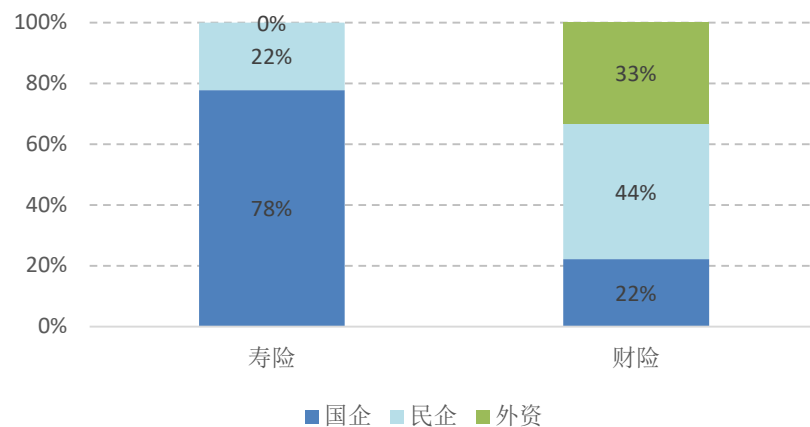


## 1.2 国内保险并购交易的主要特点（续）

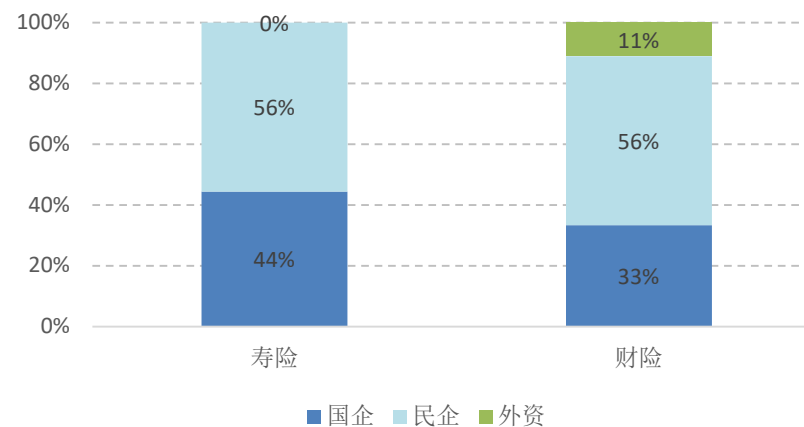
### 交易对手类型

- 转让方：寿险主要是国企（78%），财险主要是民企（44%）和外资（33%）
- 受让方：寿险主要是民企（56%），财险主要是民企（56%）
- 从行业上看，寿险的受让方中有4家是房地产相关企业（占比44%）；财险的受让方有3家来自互联网行业（占33%），2家是房地产相关企业（22%）

转让方投资者类型



受让方投资者类型



## 1.2 国内保险并购交易的主要特点（续）

### 买卖双方交易的出发点

	寿险		财险	
	卖方	买方	卖方	买方
国企	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 经营不善，退出保险业（如幸福人寿、海康人寿、中法人寿）</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 构建金控平台（如陆家嘴国泰）</li> <li>■ 有意长期布局保险（如紫光集团）</li> <li>■ 利用渠道优势发展（如中国银行）</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 经营不善，退出保险业（如信达财险）</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 构建金控平台（如深投控）</li> <li>■ 有意长期布局保险（如紫光集团）</li> </ul>
民企	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 有两块牌照，放弃其一（如新光海航）</li> <li>■ 高收益变现卖控股权（如君康人寿）</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 寻求低成本现金流（如恒大、鸿荣源、鸿商等地产企业）</li> <li>■ 看好保险业及寻求对主业未来的帮助（如福佳、忠旺）</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 有两块牌照，放弃其一（如民安财险）</li> <li>■ 经营不善被迫退出（如长安责任保险）</li> <li>■ 不看好财险的未来发展（如安盛天平）</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 利用渠道优势发展保险（如京东、阿里、滴滴）</li> <li>■ 构建金控平台（如泛海）</li> </ul>
外资	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 近期无案例（仍看好保险业无意退出）</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 近期无案例（寿险的高溢价让外资无能力参与）</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 希望借助中方股东的能力来发展公司（如国泰财险、安联保险、现代财险）</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 看好财险业未来发展（如安盛集团）</li> </ul>



## 1.2 国内保险并购交易的主要特点（续）

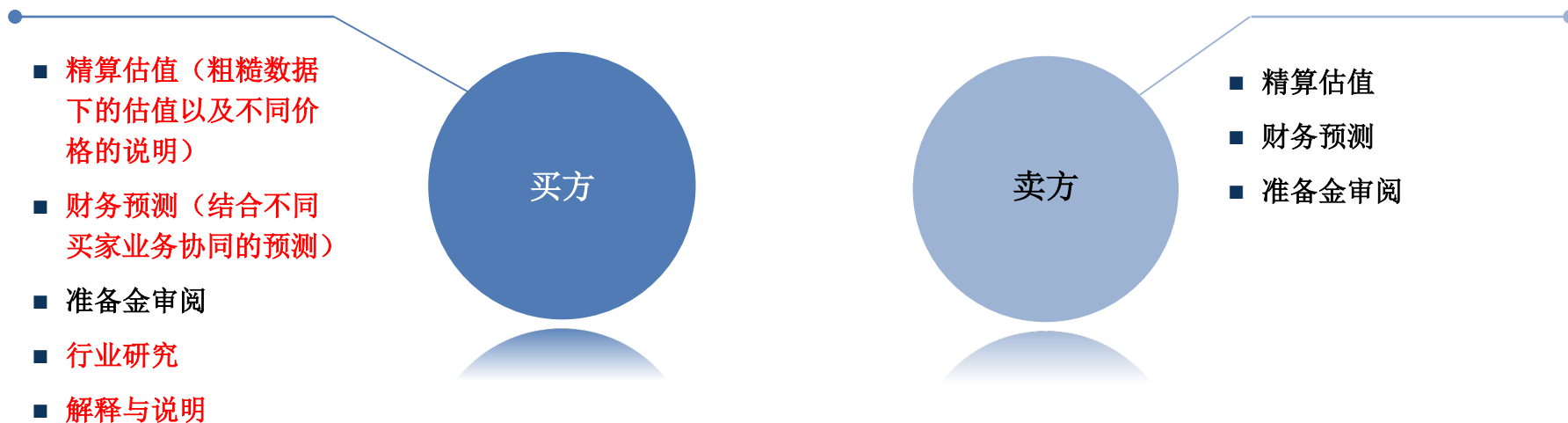
### 其他特点

- 买方更习惯用P/B法而不是精算估值来进行最终的估值判断（合理的精算估值往往和最终的成交价关系不大）
- 省级分支机构家数在很多情况下是买方关注的一大要素
- 总资产规模有时候比公司是否盈利、内含价值高低更受投资者关注
- 对于地方性国企投资者来说，是否能迁注册地是很重要的考核指标
- 对于互联网公司来说，标的公司规模越小、股权结构越清晰有时候更愿意投资
- 最终赢得交易的买方往往是尽职调查做的越简单的买方

---

## 第二章 精算师在保险并购交易中所发挥的作用

## 2. 精算师在保险并购交易中所发挥的作用



无论是协助买方还是卖方，精算师需要体现的一大作用是更好的将较难理解的精算语言转化为通俗易懂的交流语言

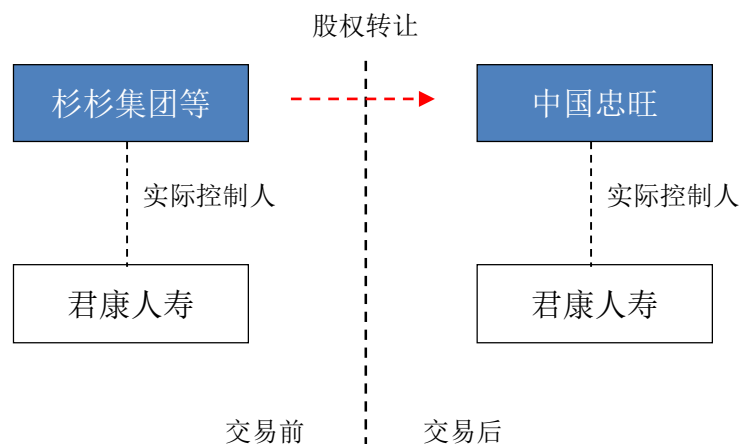
---

### 第三章 典型案例分享

### 3. 典型案例分享

#### 案例一：君康人寿（2016年）

##### 交易结构图



##### 交易情况简介

- 交易标的：君康人寿
- 交易方式：老股转让
- 转让方：杉杉集团等
- 受让方：中国忠旺集团
- 交易比例：85%
- 交易金额：292亿元
- 交易P/B：6.39倍
- 交易完成时间：2016年

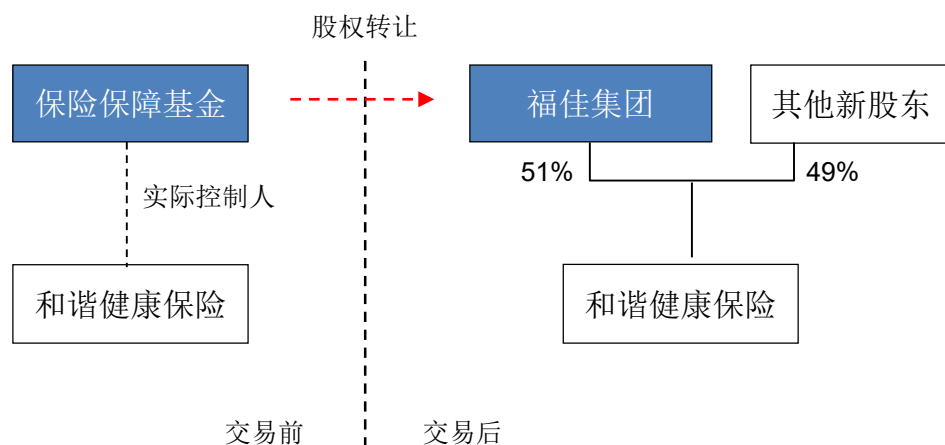
##### 关注点

- 本交易不直接进行保险公司直接股权的交易，而是对保险公司的实际控制人进行变更（即股东的股东进行的交易），回避了监管审批，也包含了远期交易等约定
- 一些潜在买方更关注资产规模、关联交易能否减少出资压力等问题

### 3. 典型案例分享（续）

#### 案例二：和谐健康（2019年）（待监管审批）

##### 交易结构图



##### 交易情况简介

- 交易标的：和谐健康保险
- 交易方式：老股转让
- 转让方：保险保障基金
- 受让方：大连福佳集团等
- 交易比例：100%
- 交易金额：228亿元
- 交易P/B：3.57倍
- 交易完成时间：2019年（待监管审批）

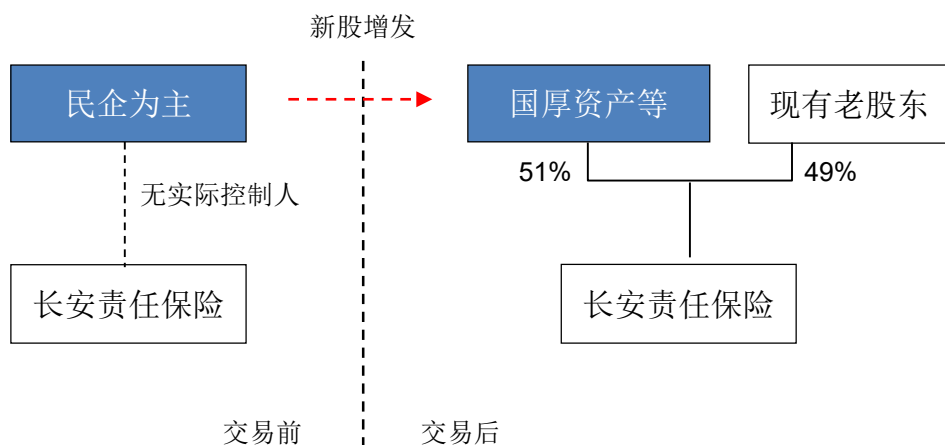
##### 关注点

- 由于是风险处置项目，本交易允许单一股东持股达到51%
- 由于是特殊风险处置，资料相对缺乏，非常挑战买方顾问团队如何利用相对有限的资料去进行价值评估等工作
- 最终中标的买家不一定是估值、尽职调查准备最充分的买家

### 3. 典型案例分享（续）

#### 案例三：长安责任保险（2019年）

##### 交易结构图



##### 交易情况简介

- 交易标的：长安责任保险
- 交易方式：新股增发
- 转让方：无
- 受让方：国厚资产（32%）、蚌埠高新（19%）
- 交易比例：51%
- 交易金额：16.3亿元
- 交易P/B：5.17倍（投后）
- 交易完成时间：2019年

##### 关注点

- 公司2018年由于信用保证保险的一系列问题引发了巨额亏损，2018年底净资产为负10.2亿元，且市场传闻损失还有进一步扩大的风险
- 由于每股净资产为负，基本无法交易老股，只能通过发行新股且以最低1元/股的方式来转让控股权

---

## 第四章 中国保险并购交易未来展望



## 4. 中国保险并购交易未来展望

---

- 随着控股权溢价逐步回归理性，精算估值会更接近最终成交价
- 未来可能会出现真正意义上的保险“并购”而不是目前的只“购”不“并”
- 如果保险科技公司、互助保险或创新型保险科技公司逐步进入交易热潮，对这类公司的估值、尽职调查等问题更考验精算师的专业能力
- IFRS 17的实施会让精算师在保险并购过程中发挥更大的作用



---

林春升

LinChunsheng@citics.com

致謝

