

强于大市

保险资产管理产品实施细则点评

取消25%集中度限制，保险资管产品迎重磅利好

银保监会发布保险资产管理包括组合产品管理、股权及债权管理细则在内的三项细则，结合原《保险资产管理产品管理暂行办法》，形成"1+3"制度体系。本次细则主要内容包括：（1）取消保险资产管理组合25%的集中度比例；（2）货币类产品以摊余成本计量；（3）扩大组合管理产品、股权及债权的投资范围。

- **"1+3"制度框架，保险资产管理迎重磅新规。**银保监会于 9 月 11 日正式发布《组合类保险资产管理产品实施细则》、《债权投资计划实施细则》及《股权投资计划实施细则》。该三项细则系 3 月 25 日监管出台的《保险资产管理产品管理暂行办法》的配套实施细则。针对保险资产管理的"1：管理办法+3：配套细则"的制度框架搭建完毕。
- **《组合类保险资产管理产品实施细则》：扩大投资范围+25%集中度比例取消+货币类产品允许以摊余成本法计量。**（1）保险资管组合类产品，是保险资产管理机构向合格投资者非公开发行的。此次保险资管组合产品销售渠道除机构投资者外，再添个人投资者，预计将主要服务于保险机构的高净值客户。（2）增添"大额存单、同业存单"，股票定义规范至"上市或挂牌交易的股票"，保险资管组合类产品拓宽投资范围。（3）25%集中度比例上限取消，利好保险资管产品销售。原有组合类产品投资于单一股票、基金、资管产品的市值，不得超过该产品净资产 25%；本次正式稿取消了集中度比例限制。（4）货币类产品允许用摊余成本法，成本优于基金类产品。由于险资产品中货币类产品占比较大，采用摊余成本法后，险资货币类产品相对高收益、低成本的优势凸显，成为最大刺激销售利好。
- **《债权投资计划实施细则》：允许不超过 40%的募集资金用于补充营运资金。**细则主体完善了债权投资计划资金投向及信用增级要求，主要内容包括：(1)统一基建及非基建不动产债权投资计划的资质条件。（2）拓宽债权投资范围，为了满足实体企业融资要求，允许不超过40%的募集资金用于补充营运资金。（3）适度放宽信用增级条件，取消产品发行规模和担保人净资产挂钩的要求。债权计划除了拓宽资金用途，满足更多保险资金配置需求外，取消了部分限制性条件。
- **《股权投资计划实施细则》：可转债、可转普通股的优先股纳入投资范围。**（1）股权投资拓展投资范围，增加上市公司定向增发、大宗交易、可转债、可转普通股的优先股等，引导险资作为长期资产入市。（2）设置上限 80%的私募股权基金、创投基金比例。（3）监管约束信息披露及登记时限等。

风险提示：

- 保障型产品保费增速不及预期；市场波动对投资收益、估值的双重影响；利率下行带来的险企投资不确定性；疫情蔓延程度超预期。

相关研究报告

《保险行业 7 月保费点评》20200906
《上市险企 7 月保费点评》20200816
《优化保险公司权益类资产配置监管通知点评》20200726

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

非银金融：保险

证券分析师：兰晓飞
(8610)66229085
xiaofei.lan@bocichina.com
证券投资咨询业务证书编号：S1300511040003

《组合类保险资产管理产品实施细则》：

扩大投资范围+25%集中度比例取消+货币类产品允许以摊余成本法计量。

（1）保险资管组合类产品，是保险资产管理机构向合格投资者非公开发行的。此次保险资管组合产品销售渠道除机构投资者外，再填个人投资者，预计将主要服务于保险机构的高净值客户。

（2）增添“大额存单、同业存单”，股票定义规范至“上市或挂牌交易的股票”，保险资管组合类产品拓宽投资范围。

（3）25%集中度比例上限取消，利好保险资管产品销售。原有组合类产品投资于单一股票、基金、资管产品的市值，不得超过该产品净资产 25%；本次正式稿取消了集中度比例限制，直接利好保险资管产品销售。

（4）货币类产品允许用摊余成本法，直接刺激利好销售。由于险资产品中货币类产品占比较大，采用摊余成本法后，险资货币产品相对高收益、低成本的优势凸显，成为最大刺激销售利好。

图表 1.《组合类保险资管产品实施细则》正式稿及征求意见稿主要变动

	变动	具体内容
《组合类保险资管产品实施细则》	投资范围更宽	可投资资产： （一）银行存款、**大额存单（新增）**、**同业存单（新增）**； （二）债券等标准化债权类资产； （三）上市或挂牌交易的股票； （四）公募证券投资基金； （五）保险资产管理产品； （六）资产支持计划和保险私募基金； （七）银保监会认可的其他品种。
	保险资管产品 25%集中度比例取消	征求意见稿规定，组合类产品所投资资产的集中度应当符合《指导意见》的相关规定，单只组合类产品投资于单一银行法人的存款规模或单只证券、基金、资产管理产品的市值，不得超过该产品净资产的 **25%**。 发布稿保留了“组合类产品所投资资产的集中度应当符合《指导意见》的相关规定”的标书，**其余比例规定全部取消**。
	货币类产品允许“摊余成本+影子定价”	相较于征求意见稿，正式稿**新增：** 货币市场类组合类产品在严格监管的前提下，暂按照“摊余成本+影子定价”方法进行估值。现金管理类理财产品规则实施后，货币市场类组合类产品的估值方法和投资管理等参照同类产品的要求执行。保险资管货币类产品成本优势明显强于其他资管。
	明确登记时限要求从 5 个工作日缩减到 2 个工作日	**征求意见稿规定**，保险资产管理机构应当于组合类产品**发行前**向中保保险资产登记交易系统有限公司申请登记产品信息，中保登公司于登记申请材料齐备后 **5 个工作日**内反馈登记结果。未经登记的组合类产品不得启动募集发行程序。 **终稿规定，**“保险资产管理机构应当于组合类产品**设立前 2 个工作日**在中保保险资产登记交易系统有限公司等银保监会认可的资产登记交易平台进行产品登记，取得登记编号”，并明确“登记交易平台仅对登记材料的完备性和合规性进行查验，不对产品的投资价值和风险作实质性判断”。
	差异化监管	相较征求意见稿，最终发布稿还**新增：** 银保监会根据保险资产管理机构的监管评级，对保险资产管理机构发行的组合类产品投资范围和销售对象实施差异化监管。

资料来源：银保监会，中银证券

《债权投资计划实施细则》：允许不超过 40%的募集资金用于补充营运资金。

细则主体完善了债权投资计划资金投向及信用增级要求，主要内容包括：（1）统一基建及非基建不动产债权投资计划的资质条件；（2）拓宽债权投资范围，为了满足实体企业融资要求，允许不超过40%的募集资金用于补充营运资金。（3）适度放宽信用增级条件，取消产品发行规模和担保人净资产挂钩的要求。债权计划除了拓宽资金用途，满足更多保险资金配置需求外，取消了部分限制性条件。

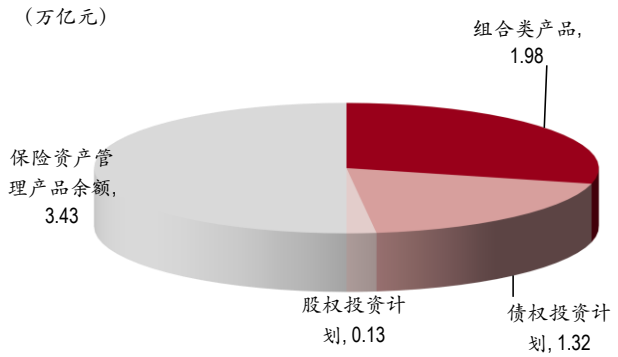
图表 2.《债权计划实施细则》及《股权计划实施细则》主要内容

	变动	具体内容
《债权计划实施细则》	**允许不超过 40%的募集资金用于补充营运资金**	征求意见稿规定，债权投资计划投资基础设施项目的，可以用于补充融资主体营运资金，且不得超过债权投资计划实际放款规模的 **20%**，不得直接或间接投资于固定资产、股权、资产管理产品等非生产经营性用途，并实行资金专户管理，加强资金投向监控。正式稿中，债权投资计划投资基础设施项目的，在还款保障措施完善的前提下，可以使用不超过 **40%**的募集资金用于补充融资主体的营运资金。其他限制性规定也全部取消。
	明确登记时限要求、限制注册机构行为	与《组合类产品实施细则》类似，《债权计划实施细则》改**“注册”为“登记”**，明确：保险资产管理机构应当于债权投资计划**发行前 5 个工作日**在中国保险资产管理业协会等银保监会认可的注册机构进行产品登记。注册机构仅对登记材料的完备性和合规性进行查验，不对产品的投资价值和风险作实质性判断。
《股权计划实施细则》	**拓宽可投资资产范围**	与征求意见稿相比，正式稿拓宽了可投资的资产范围，包括： （一）未上市企业股权； （二）私募股权投资基金、创业投资基金； （三）上市公司定向增发、大宗交易、协议转让的股票，以及可转换为普通股的优先股、**可转换债券（新增）；** （四）银保监会认可的其他资产。 保险资金投资的股权投资计划，其投资运作还应当符合保险资金运用的相关规定。
	明确登记时限要求	正式稿将**“注册”改为“登记”**，并明确登记时限为**发行前 5 个工作日**。

资料来源：银保监会，中银证券

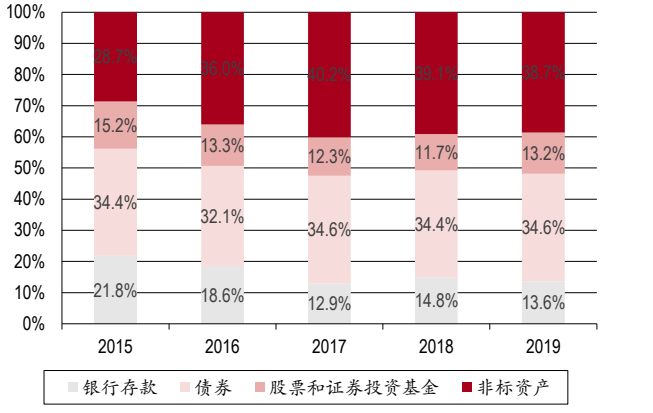
截止到 2020 年上半年，保险行业资金运用中，保险资产管理产品余额 3.43 万亿元，其中组合类产品 1.98 万亿元、债权投资计划 1.32 万亿元、股权投资计划 0.13 万亿元。三项细则出台后将直接影响约 3 万亿元保险资管产品。

图表 3.1H2020 保险行业资金运用情况



资料来源：银保监会，中银证券

图表 4. 2015-2019 年保险行业资金运用情况



资料来源：银保监会，中银证券

图表 5.上市险企估值表

代码	公司	股价		2018	2019	2020E	2021E	2022E	评级
601628.SH	中国人寿	45	EVPS	28.13	33.33	38.27	44.52	51.93	增持
			P/EV	1.58	1.34	1.16	1.00	0.86	
			NBVPS	1.75	2.08	2.18	2.39	2.68	
			NBVX	25.45	21.47	20.47	18.61	16.65	
601318.SH	中国平安	77.21	EVPS	54.84	65.67	78.96	95.16	113.65	买入
			P/EV	1.41	1.18	0.98	0.81	0.68	
			NBVPS	3.95	4.15	4.29	4.76	5.36	
			NBVX	19.52	18.58	17.98	16.24	14.39	
601601.SH	中国太保	30.72	EVPS	34.94	41.16	47.37	54.44	62.44	增持
			P/EV	0.88	0.75	0.65	0.56	0.49	
			NBVPS	2.82	2.56	2.66	2.96	3.37	
			NBVX	10.90	12.02	11.54	10.38	9.12	
601336.SH	新华保险	60.46	EVPS	55.51	65.73	72.94	82.95	95.45	增持
			P/EV	1.09	0.92	0.83	0.73	0.63	
			NBVPS	3.91	3.13	3.23	3.67	4.14	
			NBVX	15.45	19.29	18.72	16.46	14.61	
行业平均 P/EV				1.24	1.04	0.91	0.78	0.67	

资料来源：万得，中银证券

*以 2020 年 9 月 11 日收市价为标准

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

买　　入：预计该公司股价在未来 6 个月内超越基准指数 20%以上；

增　　持：预计该公司股价在未来 6 个月内超越基准指数 10%-20%；

中　　性：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；

减　　持：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10%以上；

未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

强于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现强于基准指数；

中　　性：预计该行业指数在未来 6 个月内表现基本与基准指数持平；

弱于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现弱于基准指数。

未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司
中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构：

中银国际研究有限公司
香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打：10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打：10800 1521065
新加坡客户请拨打：800 852 3392
传真:(852) 2147 9513

中银国际证券有限公司
香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852) 3988 6333
传真:(852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处
中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编:100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司
2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司
美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司
注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371