

# 保险资管产品新规征求意见稿点评

## 统一保险资管产品监管标准，促进健康发展

### 核心观点：

- **事件：**中国银保监会于 2019 年 11 月 22 日发布《保险资产管理产品管理暂行办法（征求意见稿）》，相关办法共八章六十七条，包括总则、产品当事人、产品发行设立、产品投资与管理、信息披露与报告、风险管理、监督管理和附则。
- **点评：**本次保险资管产品管理暂行办法的制定，是落实《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》的重要举措，在统一保险资管产品规则的基础上，进一步弥补监管空白。

《办法》增加了自然人投资保险资管产品的规定，扩大了保险资管业务的收入和利润来源；规定保险资产管理机构可以自行销售保险资管产品，也可以委托符合条件的银行业保险业金融机构代理销售保险资管产品，拓宽了保险资管产品的销售渠道。

《办法》同时做出了保险资管产品禁止刚性兑付，禁止通道，保险资产管理机构不得以受托管理的保险资管产品份额进行质押融资等规定。在投资要求方面，规定不得直接投资于商业银行信贷资产等；同一保险资产管理机构管理的全部组合类保险资产管理产品投资于非标准化债权类资产的余额，在任何时点上不得超过其管理的全部组合类保险资产管理产品净资产的 35%。相关规定整体上延续了之前的监管思路，并实现了资管产品监管制度的打通

- **保险资管业务的海外情况：**以法国安盛和德国安联为例，第三方资产管理业务在集团中占有重要地位；作为机构投资者，保险资产管理及其他归属于保险集团的投资机构，可以充分发挥专业和客户等优势，积极开展多元化的资产管理业务。
- **投资建议。**寿险行业面临外部环境及自身转型的压力，行业步入实质性分化期，大型公司具备较强的竞争优势。面对人身险行业增员和保费增长的考验，预计在下半年相关公司将会继续优化队伍、提升业务人员销售能力、并注重中高端队伍的培养，同时将继续在产品方面进行改进、推动业务发展。  
产险行业短期内依然是车险为主体的格局，商业车险费率市场化的深入推进带来车均保费的下降压力；大型公司规模优势明显、固定费用率低，将进一步享有竞争优势。同时，非车险业务仍有较大发展空间。目前板块 P/EV 估值仍处于相对较低水平，具有配置价值。
- **风险提示。**外部金融环境发生重大变化带来系统性风险的传导；保险行业风险发生率发生重大变化带来的死差损风险、利率风险、巨灾风险等。

### 行业评级

买入

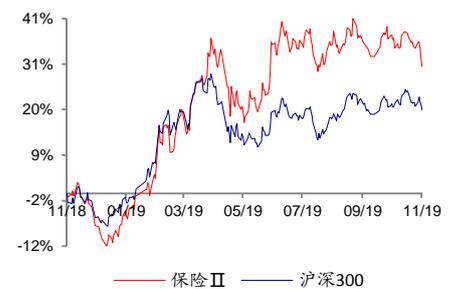
前次评级

买入

报告日期

2019-11-23

### 相对市场表现



### 分析师：

陈福



SAC 执证号：S0260517050001

SFC CE No. BOB667



0755-82535901



chenfu@gf.com.cn

### 分析师：

鲍淼



SAC 执证号：S0260518020001



010-59136635



baomiao@gf.com.cn

请注意，鲍淼并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

### 相关研究：

- 2019 保险行业三季报小结：负债端分化，低利率承压 2019-11-01
- 保险行业专题：我国商业健康险现状及创新发展方向 2019-10-29
- 保险渠道专题报告：产品转型推动渠道发展，个险仍将是未来主航道 2019-10-22

## 重点公司估值和财务分析表

股票简称	股票代码	货币	股价	最近报告日期	评级	合理价值	EPS (元)		PE (x)		P/EV (x)		1YrVNBPS (元/股)	
			2019/11/22				2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E
中国平安	601318.SH	人民币	84.89	2019/10/24	买入	92.65	8.60	10.06	9.87	8.44	1.30	1.10	4.18	4.51
中国平安	02318.HK	港币	90.80	2019/10/24	买入	103.21	8.60	10.06	9.52	8.14	1.26	1.06	4.18	4.51
中国太保	601601.SH	人民币	34.50	2019/10/31	买入	42.07	3.72	4.33	9.27	7.97	0.83	0.73	3.33	3.80
中国太保	02601.HK	港币	28.65	2019/10/31	买入	46.72	3.72	4.33	6.94	5.97	0.62	0.55	3.33	3.80
新华保险	601336.SH	人民币	45.46	2019/10/31	买入	63.11	3.80	4.99	11.96	9.11	0.72	0.63	4.18	4.60
新华保险	01336.HK	港币	30.95	2019/10/31	买入	40.48	3.80	4.99	7.34	5.59	0.44	0.39	4.18	4.60
中国人寿	601628.SH	人民币	32.79	2019/10/30	买入	33.63	2.08	1.66	15.76	19.75	1.00	0.89	2.17	2.54
中国人寿	02628.HK	港币	20.20	2019/10/30	买入	24.76	2.08	1.66	8.76	10.97	0.55	0.49	2.17	2.54

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

备注: 表中估值指标按照 11 月 22 日收盘价计算, 盈利预测及相关估值以人民币单位为基础计算

## 目录索引

事件.....	5
点评.....	5
保险资管业务的海外情况.....	5
投资建议与风险提示.....	7

## 图表索引

图 1: 安盛资产管理规模情况 (百万欧元) .....	6
图 2: 安联资产管理规模 (十亿欧元) .....	6
图 3: 安联营运利润业务分布 (百万欧元) .....	7

## 事件

中国银保监会于2019年11月22日发布《保险资产管理产品管理暂行办法（征求意见稿）》（以下简称《办法》），相关办法共八章六十七条，包括总则、产品当事人、产品发行设立、产品投资与管理、信息披露与报告、风险管理、监督管理和附则。

## 点评

截至2019年9月末，保险资管产品余额2.68万亿元，其中债权投资计划1.24万亿元、股权投资计划0.12万亿元、组合类保险资管产品1.32万亿元。保险资管产品总体来看，期限较长、杠杆率低，基本不存在多层嵌套、资金池等问题；但各类保险资管产品缺少统一的制度安排，与其他金融机构资管业务的监管规则 and 标准也存在差异。本次保险资管产品管理暂行办法的制定，是落实《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》的重要举措，在统一保险资管产品规则的基础上，进一步弥补监管空白、促进保险资管产品业务持续健康发展。

本次发布的《办法》规定了保险资管产品的投资范围，与理财产品、私募资管计划的投资范围总体一致。同时，考虑到保险资金运用监管政策和风险管控要求，《办法》要求保险资金投资的保险资管产品的投资范围应当严格遵守保险资金运用的监管规定；非保险资金投资的保险资管产品，其投资范围与其他资产管理产品的投资范围保持一致。

明确了保险资管产品合格投资者的资质要求，增加和明确了自然人购买的条件，即“具有两年以上投资经历，且满足以下条件之一的自然人：家庭金融资产不低于300万元人民币，家庭金融资产不低于500万元人民币，或者近三年本人年均收入不低于40万元人民币”，扩大了保险资产管理业务的收入来源。

在产品销售方面，规定保险资产管理机构可以自行销售保险资管产品，也可以委托符合条件的银行业保险业金融机构代理销售保险资管产品，拓宽了保险资管产品的销售渠道。

《办法》同时做出了保险资管产品禁止刚性兑付，禁止通道，保险资产管理机构不得以受托管理的保险资管产品份额进行质押融资等规定。在投资要求方面，规定不得直接投资于商业银行信贷资产等；同一保险资产管理机构管理的全部组合类保险资产管理产品投资于非标准化债权类资产的余额，在任何时点上不得超过其管理的全部组合类保险资产管理产品净资产的35%。相关规定整体上延续了之前的监管思路，并实现了资管产品监管制度的打通。

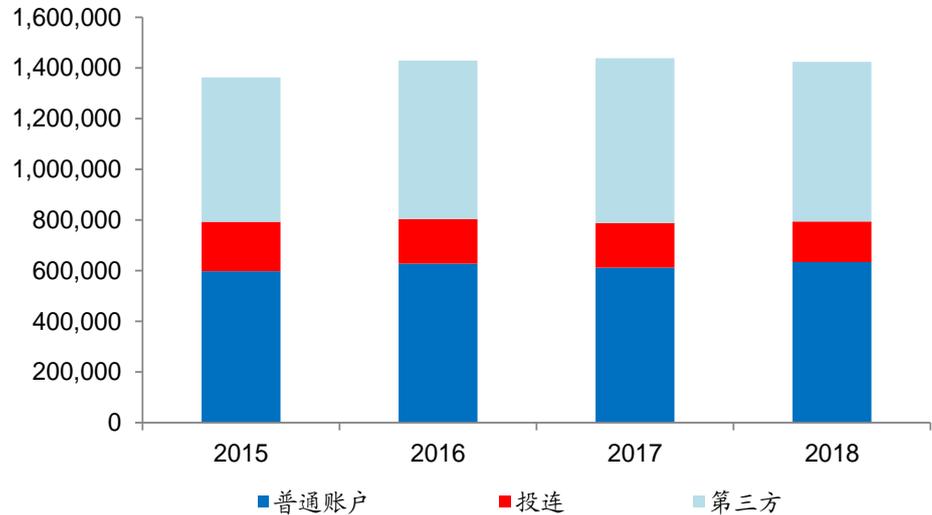
## 保险资管业务的海外情况

### ■ 法国安盛

2016年，安盛集团创建了AXA Global Asset Management (AXA GAM)，负责监督旗下所有资产管理活动，包括制定和实施资产管理业务的总体战略，设置和监控运营和财务绩效，以及协调资产管理活动与集团的其他全球业务条线。

安盛集团旗下管理的资产主要包括普通账户资产、投保人承担金融风险的合同资产（投连账户资产）、第三方资产；其中，第三方资产的管理规模占比在40%以上。

图 1：安盛资产管理规模情况（百万欧元）

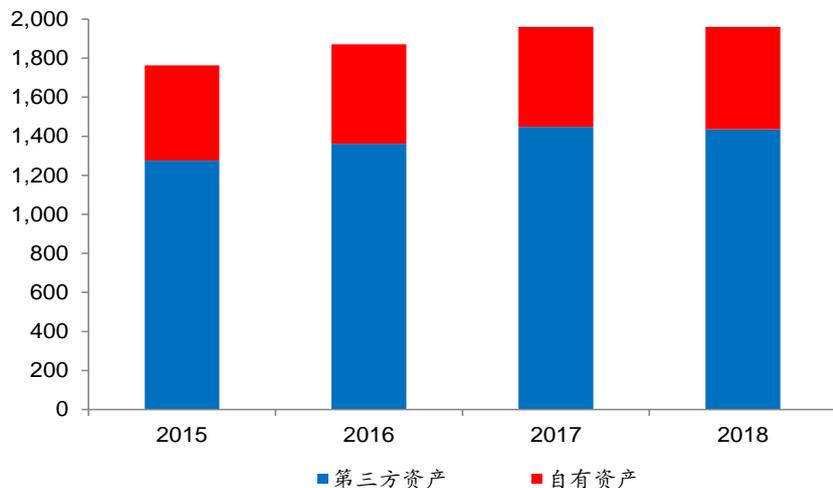


数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

### ■ 德国安联

安联集团的资产管理业务主要由PIMCO和AllianzGI两个实体运作，自2012年起由安联资产管理（Allianz Asset Management）进行统筹管理；客户包括个人投资者、机构投资者、中介机构等，提供涵盖权益、固收、另类投资、解决方案等产品和服务。截至2018年末，划归于安联集团的总管理资产规模近2万亿欧元，其中超过70%为第三方资产。

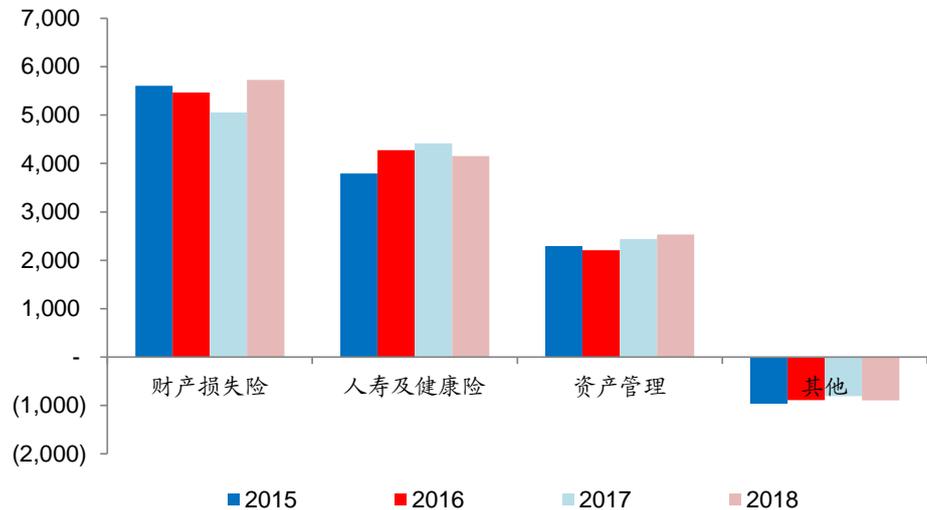
图 2：安联资产管理规模（十亿欧元）



数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

凭借专业化、成本收入控制以及管理规模等优势，资产管理业务在安联集团的整体营运利润贡献中占有重要地位。

图 3: 安联营运利润业务分布 (百万欧元)



数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心

由此可见,作为机构投资者,保险资产管理及其他归属于保险集团的投资机构,可以充分发挥专业和客户等优势,积极开展多元化的资产管理业务;其中,第三方业务可以有效的扩大管理规模、提升利润贡献。

## 投资建议与风险提示

中长期来看,政策支持保险服务实体经济,保险产品和服务、包括资金在内的供给将更加丰富和完善;潜在健康、养老需求将成为促进保费持续增长重要动力。

寿险行业面临外部环境及自身转型的压力,行业步入实质性分化期,粗放式成长难以维系。经过2018年的调整,公司对行业形势有了更清晰的认识,对行业变化有了更充分的准备;大型公司有深厚的销售渠道积淀,综合经营、管理水平更高,具备较强的竞争优势。

产险行业短期内依然是车险为主体的格局,商业车险费率市场化的深入推进带来车均保费的下降压力;大型公司规模优势明显、固定费用率低,在监管持续规范的环境下将进一步享有竞争优势。同时,非车险业务仍有较大发展空间。

目前板块P/EV估值仍处于相对较低水平,具有配置价值。

**风险提示:** 外部金融环境发生重大变化带来系统性风险的传导,保险行业风险发生率发生重大变化带来的死差损风险、利率风险、巨灾风险等,以及资本市场波动对业绩影响的不确定性。同时,还存在寿险行业存在人力增员及保费增长不达预期,以及保费结构调整缓慢、价值提升幅度低于预期的风险;产险行业受商业车险费率市场化改革影响,利润下行风险。

## 广发非银行金融行业研究小组

- 陈 福：首席分析师，经济学硕士，2017年3月进入广发证券研究发展中心。
- 鲍 淼：资深分析师，南开大学精算学硕士，南开大学学士，2018年进入广发证券发展研究中心。
- 文 京 雄：资深分析师，英国阿伯丁大学（University of Aberdeen）金融投资管理硕士，武汉大学双学士，2015年进入广发证券发展研究中心。
- 陈 卉：资深分析师，英国布里斯托大学（University of Bristol）金融投资专业硕士，2017年进入广发证券发展研究中心。
- 陈 韵 杨：资深分析师，香港中文大学经济学硕士，中山大学学士，2017年进入广发证券发展研究中心。

## 广发证券—行业投资评级说明

- 买入： 预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。
- 持有： 预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出： 预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

## 广发证券—公司投资评级说明

- 买入： 预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。
- 增持： 预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。
- 持有： 预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出： 预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

## 联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦 35 楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北 街2号月坛大厦 18层	上海市浦东新区世纪 大道8号国金中心一 期 16楼	香港中环干诺道中 111号永安中心 14楼 1401-1410室
邮政编码	510627	518026	100045	200120	
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn				

## 法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

## 重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收

入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

## 权益披露

(1)广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

## 版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。