



Research and
Development Center

借助专业化投资团队，实现不动产长期投资回报——新华保险

携手中金资本成立 100 亿基金点评

非银行金融行业

证券研究报告

行业研究

行业事项点评报告

非银金融

投资评级 看好

上次评级 看好

王舫朝 非银金融行业首席分析师

执业编号: S1500519120002

联系电话: +86 (010) 83326877

邮箱: Wangfangzhao@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编: 100031

借助专业化投资团队, 实现不动产长期投资回报

2024年1月2日

本期内容提要:

- **事件:** 2024年1月1日, 新华保险发布公告, 宣布公司于2023年12月31日与中金资本签署有限合伙协议共同设立100亿人民币规模基金, 其中新华保险拟认购人民币99.99亿元, 中金资本拟认购人民币100万元, 基金主要以股权等形式直接或间接投向持有型不动产项目资产的被投资企业。
- **点评:**
- **基金门槛收益率 8%, carry 部分收益按照 90%和 10%比例在 LP 和 GP 中进行分配, 中金资本负责基金的投资、管理及运营。**
基金类型与规模: 本次新华保险和中金资本成立基金形式为有限合伙企业, 新华保险作为有限合伙人, 中金资本为普通合伙人; 目标出资金额为100亿元人民币, 其中新华保险拟出资认购99.99亿元, 中金资本拟出资认购100万元。
基金期限与利润分配: 1) **期限:** 该合伙企业的经营期限为8年, 根据双方协议可延长或缩短, 基金的投资期限原则上为4年(自备案完成日起), 投资期限结束后基金进入退出期。 2) **利润分配:** a) 利润完全由新华保险获得: 有限合伙人即新华保险分配, 直至累计利润达到新华保险的累计实缴资本; b) 8%的业绩报酬计提基准收益和 9:1 的 Carry 分配: 在基金利润累计分配达到新华保险累计实缴资本的基础上, 若有余额则继续100%向新华保险分配, 直至累计分配金额的实缴资本达到复利每年8%的金额(即8%的业绩报酬计提基准收益), Carry的10%分配给GP, 90%分配给LP。我们认为“基金门槛收益率+Carry 分成”的方式有望充分利用中金资本的投资能力和专业优势, 同时充分激励GP持续稳健投资, 共同分享Carry收益。
基金管理费: 投资期和延长期内的管理费率为0.4%。 投资期内年度管理费为实缴出资初始金额的0.4%, 此后(除退出期)为当期投资份额的0.4%, 且管理人中金资本有权收取期间循环投资的管理费, 年度循环投资管理费率为当次循环投资款项的0.4%。
需要注意的是, 本次基金成立, 基金管理人为中金资本, 由中金资本负责基金的投资、管理及运营, 该基金的投资决策委员由2名委员组成, 且都由中金资本委派进行项目投资决策。
- 我们认为, 险企加大优质不动产投资有利于拉长资产久期, 更好地做好资产负债匹配, 同时, 在投资方式上采用有限合伙人设立基金的模式, 有利于充分借助专业投资机构优势, 新华保险有望通过中金资本的专业不动产投资团队, 拓展投资渠道, 控制底层风险, 通过基金形式不断加大长期投资, 获取适配险资的长期投资收益。 我们预计本次投资不会对当期报表和投资收益产生较大波动或冲击, 公司更多着眼长远, 通过设立基金和管理费激励的创新模式来适度加大不动产投资, 有望更好地平衡风险和收益, 助力公司实现长期稳健投资回报。

- **利率中枢向下背景下，着力拉长资产久期，做好资产负债匹配。** 本次新华保险设立基金投资不动产，是继 2023 年 11 月与中国人寿分别出资 250 亿元发起设立私募基金投资二级市场股票后公司的又一重要投资，我们认为均符合公司长期资产投资目标，有助于优化保险资金资产负债匹配，在不影响公司生产经营的情况下提高资金使用效率。**当前新华保险偿付能力较为充足，相关股权投资空间仍较大。**截至 2023 年三季度末，新华保险核心偿付能力充足率和综合偿付能力充足率分别为 146.10%和 239.52%，2023 年前三季度公司年化总投资收益率为 2.3%，截至 1H23，公司长期股权投资金额为 57.57 亿元，占比总投资资产比例仅为 0.5%，其他投资资产（包括资管计划、私募股权、股权计划和未上市股权等）金额为 89.09 亿元，占比 0.7%。
- **险企加大优质不动产投资，有望优化资产负债匹配并赋能保险主业。**近期各大险企纷纷加大对优质不动产资产的投资，从中国保险业协会公布的大额未上市股权和大额不动产投资信息披露来看，从 2023 年 11 月以来，有泰康人寿、太保寿和平安寿等 10 余项不动产投资，主要项目涉及核心城市商业办公区域、产业园区和养老社区等，我们认为有助于险企获得稳定现金流收益并有望赋能相关保险主业。
- **投资评级：**长端利率中枢下行背景下和权益市场波动加大的背景下，险企面临的投資不确定性增加，预定利率的下调有助于负债成本压力的降低，但整体来看险企仍面临资产负债匹配较大压力，本次新华保险通过与中金资本合作设立投资不动产，作为单一 LP，新华保险有望通过“基金门槛收益率 8%+Carry 部分 1:9 分成”模式加强不动产和多元化投资，有助于资产负债匹配和长期投资收益弹性。当前保险板块估值处于历史较低位置，保险“储蓄”+“保障”的属性在当前金融环境下需求有望保持旺盛，短期关注资产端催化，我们建议重点关注新华保险，关注中国太保和中国平安。
- **风险因素：**基金合作不及预期，房地产超预期持续下行；宏观经济超预期下行；险企改革不及预期；权益市场剧烈波动调整

表 1：2023 年 11 月以来险企大额未上市股权和大量不动产投资项目

发布日期	保险公司	项目名称	投资形式	资金来源	出资金额	出资账户
2023/11/8	泰康人寿	英国欣克利角 C 核电项目	大额未上市股权	个红账户与高客分红账户	374.68 万英镑，	其中个红账户出资 337.21 万英镑，高客分红账户出资 37.47 万英镑
2023/11/16	平安人寿	上海东方万国等四个产业园项目，包括上海东方万国、上海弘源科创、北京弘源国际、北京弘源新时代项目	大量不动产	保险责任准备金	本次新增出资 6.13 亿元人民币，累计出资 53.07 亿元人民币	出资账户均为保险资金寿高组合账户
2023/11/20	平安人寿	上海东方万国等四个产业园项目，包括上海东方万国、上海弘源科创、北京弘源国际、北京弘源新时代项目	大量不动产	保险责任准备金	本次新增出资约 1.03 亿元人民币，累计实际出资金额约为 61.49 亿元人民币	出资账户均为保险资金寿高组合账户
2023/11/20	平安人寿	北京市丰台区丽泽路第 E-01、E-05 地块 C2 商业金融项目	大量不动产	保险责任准备金	本次新增出资约 0.6 亿元人民币，累计实际出资金额约为 67.97 亿元人民币，本计划投资金额不超过 71.4 亿元人民币	寿险传统组合账户
2023/11/22	建信人寿	上海市黄浦区董家渡金融商业中心（绿地外滩中心）T4 幢办公楼	大量不动产	保险责任准备金	本次出资 1994.08 万元，本项目累计投资人民币 55.94 亿元	均为传统险账户
2023/11/30	太保寿	上海市黄浦区淮海中路街道 123、124、132 街坊地块	大量不动产	自有资金	6700 万元人民币	/
2023/12/6	平安人寿	北京丽泽商务区 D-03、D-04 不动产项目	大量不动产	保险责任准备金	本次新增出资 1.5 亿元人民币，累计出资金额约 73.81 亿元人民币，本计划投资金额不超过 75.41 亿元	寿险传统组合账户：出资 36.91 亿元 寿险分红组合账户：出资 36.91 亿元
2023/12/20	建信人寿	上海市黄浦区董家渡金融商业中心（绿地外滩中心）T4 幢办公楼	大量不动产	保险责任准备金	本次出资 2843.74 亿元，累计投资人民币 56.22 亿元	均为传统险账户
2023/12/26	太保寿	上海市黄浦区淮海中路街道 123、124、132 街坊地块	大量不动产	自有资金	1.6 亿元人民币	/

资料来源：中国保险行业协会，信达证券研发中心

研究团队简介

王舫朝，信达证券研发中心金融地产中心总经理、非银&中小盘首席分析师，毕业于英国杜伦大学企业国际金融专业，历任海航资本租赁事业部副总经理，渤海租赁业务部总经理，曾就职于中信建投证券、华创证券。2019年11月加入信达证券研发中心。

武子皓，中小盘分析师，西安交通大学学士，悉尼大学硕士，ACCA，五年研究经验，曾就职于民生证券，国泰君安证券，2022年加入信达证券从事中小市值行业研究工作，2019年“新浪金麒麟行业新锐分析师”。

冉兆邦，硕士，山东大学经济学学士，法国昂热高等商学院经济学硕士，三年非银金融行业研究经验，曾就职于天风证券，2022年8月加入信达证券，从事非银金融行业研究工作。

张凯烽，硕士，武汉大学经济学学士，波士顿大学精算科学硕士，四年保险精算行业经验，2022年6月加入信达证券研发中心，从事非银金融行业研究工作。

张晓辉，信达证券研发中心银行资深分析师，悉尼大学硕士，曾就职于中国邮政集团研究院金融研究中心、西部证券等。2023年加入信达证券研究所，从事金融业研究工作，主要覆盖银行业，包括上市银行投资逻辑、理财行业及理财子、资产负债、风控、相关外部环境等。

廖紫苑，硕士，新加坡国立大学硕士，浙江大学学士，入选竺可桢荣誉学院、金融学试验班。工作经历涉及租赁、私募、银行和证券业。曾从事金融、家电和有色行业相关研究。曾就职于中国银行、民生证券、天风证券。2022年11月加入信达证券研发中心，从事银行业研究工作。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明,本人具有证券投资咨询执业资格,并在中国证券业协会注册登记为证券分析师,以勤勉的职业态度,独立、客观地出具本报告;本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点;本人薪酬的任何组成部分不曾与,不与,也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品,为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考,双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户,并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通,对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制,但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断,本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动,涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期,或因使用不同假设和标准,采用不同观点和分析方法,致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告,对此信达证券可不发出特别通知。

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,也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况,若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考,并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下,信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易,并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告,则由该机构独自为此发送行为负责,信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权,私自转载或者转发本报告,所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 20% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能,也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售,投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估,并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求,必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下,信达证券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,投资者需自行承担风险。