

2019年06月30日

看好

相关研究

## 证券分析师

马鲲鹏 A0230518060002  
makp@swsresearch.com  
王从云 A0230516090001  
wangcy@swsresearch.com

## 研究支持

葛玉翔 A0230118070005  
geyx@swsresearch.com  
华天行 A0230117120002  
huatx@swsresearch.com  
许旖珊 A0230118070006  
xuys@swsresearch.com

## 联系人

葛玉翔  
(8621)23297818×转  
geyx@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

# 新规有保有压，风险可控下深化信保合作

——《关于保险资金投资集合资金信托有关事项的通知》点评

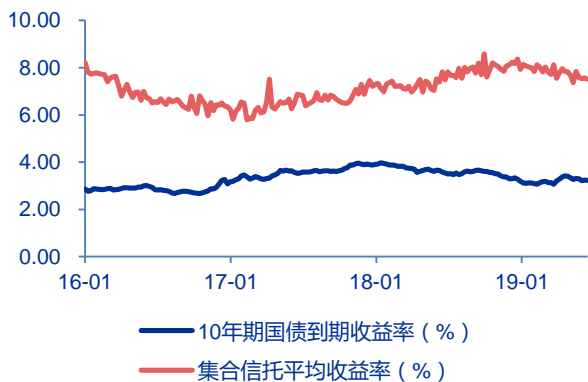
## 本期投资提示：

- **事件：**近日银保监会下发《关于保险资金投资集合资金信托有关事项的通知》（银保监发[2019]144号），原保监发[2014]38号废止。**整体来看，新规有保有压，深化信保合作，我们预计在拓宽险资与合作信托公司的同时，将丰富险资配置渠道并利好主动管理能力较强的头部信托公司。**
- **新规对于信保规定的修改有紧有松。**新规明确信保业务中信托机构的选择标准为“近一年公司及高级管理人员未发生重大刑事案件且未受到监管机构行政处罚”，此前为“近三年”，选择标准上有所松绑。此外在其他方面则有明显的收紧：在标的上，所投非标类债券由不得低于A级改为不得低于AA级，且明确规定不得投资劣后级债券；在集中度方面，规定险资投资同一信托金额不得高于该信托规模50%，险资及其关联方合计投资不得高于80%（AAA级信托除外），此前对投资集中度无明确规定；在投资嵌套方面，从过去“存在两层或多层嵌套”需向监管机构报告收紧为“存在一层嵌套”，此外还禁止信托公司为险资提供通道业务或让渡主动管理责任。
- **预计信保合作规模或将小幅提升，新规初衷仍在风险可控背景下拓宽信保合作、增厚险资投资收益并强化服务实体经济。**强制担保与增信、明确禁止信保通道、禁止信托公司向投顾等第三方让渡主动管理责任等，在防控风险的同时与资管新规要求一脉相承。根据保险资管协会数据，2018年底，保险公司资产配置中债券与银行存款占比最高，分别为39%和12.3%，信托合计占总投资资产的9.1%，尤其是资管新规实施以来，优质非标标的供给明显减少，险资开始积极开拓另类投资标的，以提前应对非标资产集中到期问题，新规下信托产品有望成为险资另类资产的重点补充方向。2016年至今10年期国债收益率平均值为3.33%，而同期信托收益率均值为7.13%，利差长期保持在3%以上。从18年初至今，伴随长端利率小幅下行，国债与信托利差明显走阔。结合近期银保监会保险资管机构首单资产支持计划之后发行的支持计划可实行注册制管理并交由中保登办理，以提升发行效率，增加产品供给，丰富险资配置渠道，更好服务保险主业发展，我们认为新规初衷在风险可控背景下拓宽信保合作渠道、增厚险资投资收益并强化服务实体经济。
- **可选信托公司预计增加至47家，主动管理能力强的头部信托公司受益。**原保监发[2014]38号下只有22家信托符合开展信保业务的资质，新规下预计将提升至47家，从上市公司来看，中油资本旗下昆仑信托和安信信托边际上受益于新规，江苏信托、五矿信托、陕国投信托、英大信托、爱建信托和中粮信托在原保监发[2014]38号下仍可参与信保合作。**新规也对受托信托公司资质新增了一些要求，如完善的公司治理、良好的市场信誉、稳定的投资业绩等，因此具备较强主动管理能力的龙头信托公司将成为主要受益主体。**
- **投资建议：**维持非银金融行业看好评级，当前市场对保险板块投资的核心焦点仍在资产端，从社融底到经济底，长端利率筑底，权益市场回暖催化板块投资热情，保险板块推荐顺序：新华保险、中国平安和中国太保，对应19年PEV为0.86、1.37和0.84；多元金融板块关注信托规模、营收、净利逆势增长且估值极具吸引力（19年PB为0.9）的五矿资本。
- **风险提示：**长端利率快速下行，宏观经济复苏低于预期，权益市场大幅波动

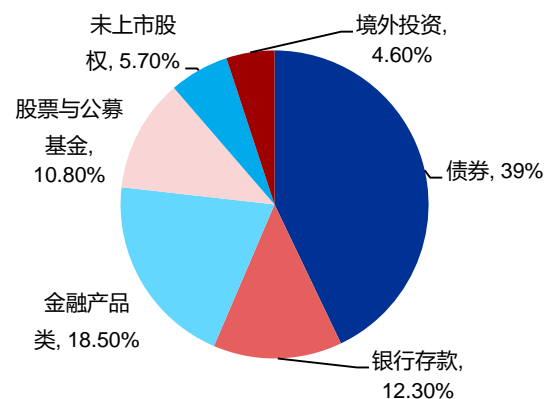
**表 1：保监发[2014]38 号与银保监办发[2019]144 号对比**

指标	保监发[2014]38 号	银保监办发[2019]144 号
受托信托公司标准	1.近三年公司及高级管理人员未发生重大刑事案件且未受监管机构行政处罚； 2.承诺向保险业相关行业组织报送相关信息； 3.上年未经审计的净资产不低于 30 亿元	1.具有完善的公司治理、良好的市场信誉和稳定的投资业绩，上年未经审计的净资产不低于 30 亿元； 2.近一年公司及高级管理人员未发生重大刑事案件，未受监管机构重大行政处罚
劣后级受益权限制	投资结构化集合资金信托计划的劣后级受益权应当于投资后 15 个工作日内报告	保险资金不得投资单一资金信托，不得投资结构化集合资金信托的劣后级受益权
集中度限制	无明确要求	险资投资同一信托金额不得高于该信托规模 50%，险资及其关联方合计投资不得高于 80%（AAA 级信托除外）
集合资金信托计划，存在以下情形应当于投资后 15 个工作日内报告：	信托公司募集资金未直接投向具体基础资产，存在两层或多层嵌套；	未直接投向具体基础资产，存在一层嵌套
通道业务	无明确要求	禁止为险资提供通道服务；信托公司不得让渡主动管理责任
非标债权	无明确要求	1.对于基础资产为非标准化债权资产的集合资金信托，应进行外部信用评级，且信用等级不得低于符合条件的国内信用评级机构评定的 AA 级或者相当于 AA 级的信用级别 2.对于基础资产为非标准化 债权资产的集合资金信托，应当确定有效的信用增级安排 3.集合资金信托基础资产限于非标准化债权资产、非上市权益类资产以及银保监会认可的其他资产，投资方向应当符合国家宏观政策、产业政策和监管政策

资料来源：银保监会，原保监会，申万宏源研究

**图 1：10 年期国债收益率与集合信托收益率对比**


资料来源：Wind，申万宏源研究

**图 2：2018 年末保险资金配置情况**


资料来源：中国保险资管业协会，申万宏源研究

**表 2：新规前后主要上市信托公司能否参与信保合作一览**

上市公司	信托公司	净资产(亿元)	保监发[2014]38号下能否开展	银保监办发[2019]144号能否开展
经纬纺机	中融信托	185	×	×
江苏国信	江苏信托	178	√	√
中油资本	昆仑信托	128	×	√
五矿资本	五矿信托	124	√	√
安信信托	安信信托	120	×	√
中航资本	中航信托	118	×	×
陕国投 A	陕国投信托	104	√	√
置信电气*	英大信托	84	√	√
东方能源*	百瑞信托	78	×	×
爱建集团	爱建信托	65	√	√
中原特钢*	中粮信托	43	√	√

资料来源：银保监会，公司官网，公司公告，Wind，申万宏源研究

注：\*表明该上市公司信托公司资产注入事项仍处于筹划、审批等阶段，净资产为 2018 年年末数据

**表 3：2018 年末信托行业主动管理规模排名占比**

序号	公司简称	主动管理信托规模(亿元)	主动管理信托占比
1	中信信托	5537.75	33.52%
2	中融信托	4291.03	65.55%
3	华润信托	4022.57	42.12%
4	中航信托	3655.87	57.78%
5	平安信托	2866.99	53.68%
6	五矿信托	2865.74	47.81%
7	华宝信托	2482.18	46.41%
8	建信信托	2467.13	17.57%
9	华能信托	2362.91	32.46%
10	光大信托	2136.75	37.23%
11	交银信托	2108.78	24.22%
12	上海信托	1841.78	23.96%
13	外贸信托	1785.43	39.76%
14	昆仑信托	1757.52	60.68%
15	安信信托	1585.1	67.83%
16	长安信托	1539.7	29.58%
17	民生信托	1415.73	78.05%
18	百瑞信托	1366.51	71.64%
19	陕国投信托	1353.11	46.74%
20	北京信托	1258.19	55.43%

资料来源：中国信托业协会，申万宏源研究

**表 4：保险板块重点公司估值表（2019 年 6 月 28 日）**

EVPS	最新收盘价	2017A	2018E	2019E	2020E	P/EV	2017A	2018E	2019E	2020E
中国平安	88.6	45.14	54.84	64.54	77.32	中国平安	1.96	1.62	1.37	1.15
中国人寿	28.3	25.97	28.13	32.35	37.20	中国人寿	1.09	1.01	0.88	0.76
中国太保	36.5	31.58	37.15	43.46	50.71	中国太保	1.16	0.98	0.84	0.72
新华保险	55.0	49.19	55.49	63.81	73.38	新华保险	1.12	0.99	0.86	0.75
EPS	最新收盘价	2017A	2018E	2019E	2020E	P/E	2017A	2018E	2019E	2020E
中国平安	88.6	4.87	5.88	8.07	10.18	中国平安	18.18	15.08	10.98	8.70
中国人寿	28.3	1.14	0.41	1.17	1.50	中国人寿	24.82	68.39	24.23	18.83
中国太保	36.5	1.62	1.87	2.57	3.03	中国太保	22.57	19.47	14.19	12.06
新华保险	55.0	1.73	2.57	3.90	4.84	新华保险	31.90	21.41	14.10	11.38
中国人保	9.5	0.39	0.32	0.44	0.51	中国人保	24.19	30.07	21.50	18.63

资料来源：Wind、申万宏源研究

## 信息披露

### 证券分析师承诺

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。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

### 与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 [compliance@swsresearch.com](mailto:compliance@swsresearch.com) 索取有关披露资料或登录 [www.swsresearch.com](http://www.swsresearch.com) 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

### 机构销售团队联系人

华东	陈陶	021-23297221	13816876958	chentao1@swyhsc.com
华北	李丹	010-66500631	13681212498	lidan4@swyhsc.com
华南	谢文霓	021-23297211	18930809211	xiewenni@swyhsc.com
海外	胡馨文	021-23297753	18321619247	huxinwen@swyhsc.com

### 股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的6个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现20%以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深300指数

### 法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，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作出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及(若有必要)咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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。