

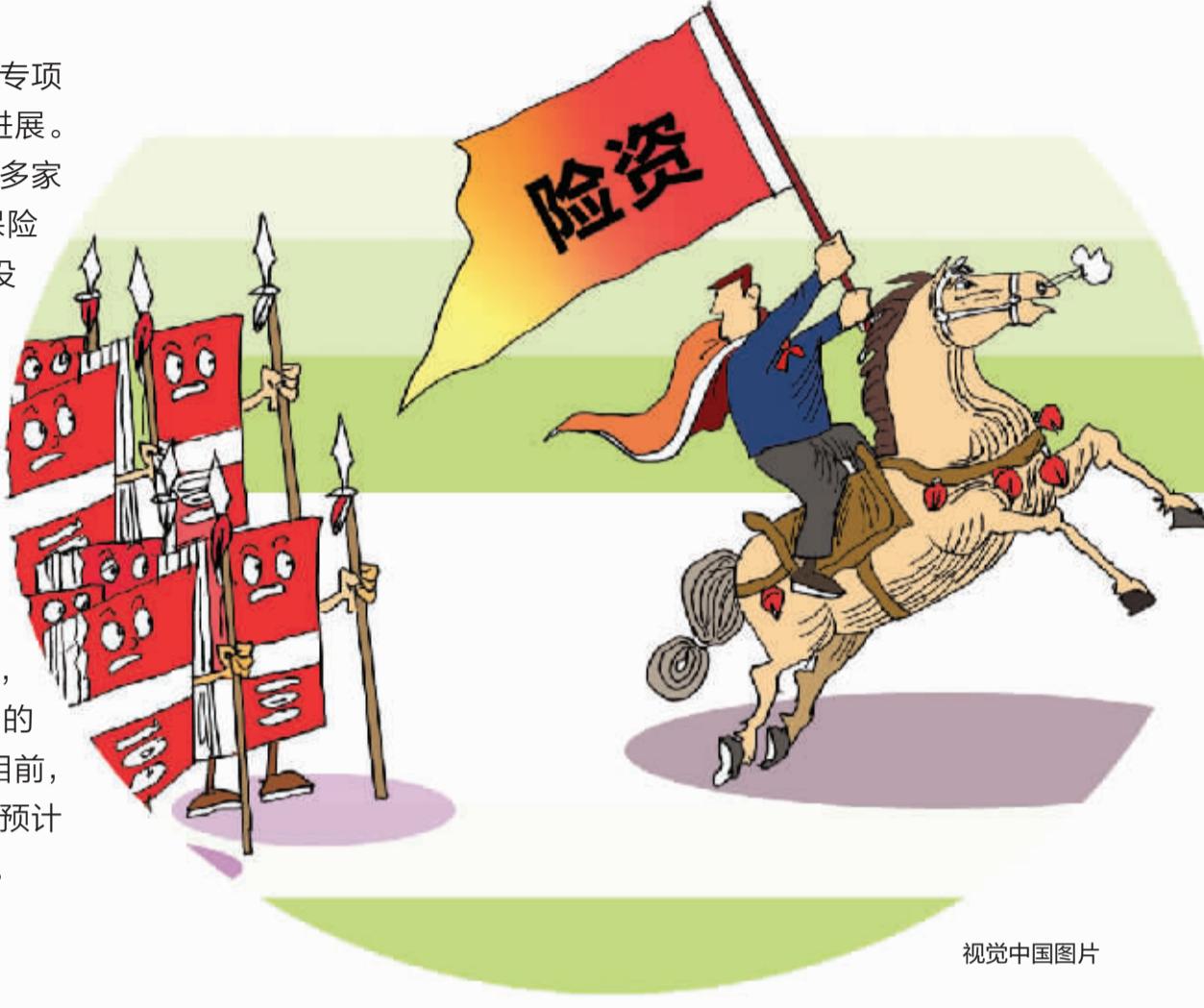
定标准 寻标的 设产品

险资紧锣密鼓筹谋纾困上市公司

□本报记者 程竹

险资密集设立纾困专项

产品后，目前又有了新进展。中国证券报记者近期从多家设立专项产品的大型保险机构获悉，在完成产品设立的同时，保险公司已在投资策略框架下积极开展投资标的筛选工作。对受困于股票质押流动性风险的优质上市公司进行深入研究，寻找符合政策方向和险资投资标准的优质标的，并展开与相关投资标的的对接与谈判工作。截至目前，各项工作均稳步推进，预计首期投资将于近期落地。



视觉中国图片

圈定标的入围标准

国寿资产副总裁于泳对中国证券报记者表示，现在来看，产品目前发行进展顺利，资金募集也非常顺利，一方面是中国人寿集团旗下各个子公司，包括寿险公司、财险公司等都在积极的认购；另一方面，在市场上推荐路演时，一些专业机构对我们的产品非常感兴趣，目前这个产品的设立、发行都比较顺利，第一个项目很快会正式落地。

新华资产副总裁张弛表示，公司已经与大型商业银行、保险公司、券商等各类机构进行了深入的沟通，对重点合作机构已开展路演。目前大部分机构对该公司专项产品表现出比较浓厚的兴趣，具体的细节在商议中。

目前，多数公司较为关注的是专项产品的“入围”标准。对此，国寿资产投资总监刘凡透露，投资方向包括上市公司的股票、公开发行的债券、上市公司股东非发行的可交换债等。具体在交易对手的选择上，主要还是围绕着有核心的竞争力、产业发展前景不错、只是阶段性出现流动性风险的，包括股票质押在60%~70%之间，或者是股票质押接近平仓线的企业。同时，

标的筛选在质押比例或资产负债率方面并没有定量标准，而是进行定性选择，行业本身没有限制，只要符合国家的产业转型方向，比如会倾向于对先进制造业、医疗健康以及消费升级等行业进行投资。

张弛指出，新华资产将综合考虑上市公司具体情况，以债权或者股权的方式进行投资。此次专项产品将以市值法估值为主，后续满足一定条件时可对债券类资产采用摊余成本法。符合以下条件之一的部分资产以摊余成本计量：一是产品封闭式运作，且所投金融资产以收取合同现金流量为目的并持有到期；二是产品封闭式运作，且所投金融资产暂不具备活跃交易市场，或者在活跃市场中没有报价、也不能采用估值技术可靠计量公允价值。

中国证券报记者了解到，目前险资纾困股权限制专项产品分为偏股型、偏债型或股债结合型。

川财证券分析师杨欧雯认为，就资产配置角度而言，偏股、偏债和股债结合的产品在资产配置的比重上有不同侧重，在对产品进行价值

跟踪的时候，不同类型产品受股票、债券市场的波动影响的程度不一样，就当前市场看，股票市场处于相对底部，考虑到股权质押产品具备较长的投资周期，偏股型产品可能具有更高的潜在收益。

杨欧雯说：“尽管业内普遍希望投资专项产品能够获得一个保底收益，但对股权类产品设定收益保证不符合监管初衷，此类假设可能带来产品间的政策套利的可能，给市场化金融产品投资环境造成一定困扰，所以我们认为推出保底收益的概率不大，但交易双方可以通过添加合理合法的补充协议等方式将损失锁定在某一固定区间内，或者结合其他金融工具来减少其参与股权质押类产品的收益波动性。”

杨欧雯判断，专项产品的股权类资产投资比例可能会高于现有产品，交易标的会特别集中于股权质押率较高的企业，且由于其主营业务不再受到原有的养老、医疗、汽车服务等行业限制，有可能会偏向科技创新类能够得到国家政策支持的企业，以及具备高盈利能力或持续高分红能力的企业。

项目落地仍有“后顾之忧”

在险资积极推进首期投资落地的同时，保险机构也有一些担忧：一是平稳退出方式；二是风险把控不足。

一位中小型保险公司负责人称，险资在解股权质押风险中并无一手信息优势。目前由于股票质押最直接的参与者是券商，券商从IPO辅导、公司研究和股票质押都处在与上市公司接触的第一线，对企业的了解程度，相比险资更有优势的。而保险资金在参与上市公司投资的过程中缺乏有效信息积累和对企业的长期跟踪，容易出现信息不对称从而导致投资出现问题。

“退出情况不明朗也是比较困扰的因素，上市公司在目前情况下是不能保证其回购能力，

存在流动性风险的上市公司如果遇到股价进一步下跌的话，就会面临更多的问题，因此不能保证其回购股票的能力。另外，很多流动性出问题的公司大多是通过高负债扩张较快的企业，由于偏离主业，在去杠杆的大环境下面临优胜劣汰和市场出清，这种情况下受让股权稍有不慎很容易踩雷。”这位中小型保险公司负责人补充道。

“如果对项目的考核可以拉长的话，其实退出难度是不大的，但是机构的考核都是以年来定的，金融机构的投资者在一个工作岗位相对不是很稳定，所以很难放长来考核。权益市场目前的估值还是低位，但仍有很多继续下跌的概率。继续下跌是否会出现新的融资问题，导致上

市公司经营困难其实是机构投资者关心的问题之一，另外就是如果短时间继续下跌，在公司考核上也是大部分机构投资经理关心的。”一位保险资管人士坦言。

杨欧雯认为，由于保险资金对投资期限、资金安全性有较高要求，故而在产品设计上要结合此类资金的需求对条款进行设计和调整，以保证有足够的感兴趣的基金对产品进行认购。投资的期限、收益和资金的安全性也会是产品设立过程中所需要商议的主要问题。

杨欧雯建议，在充分比较股权质押的价格、比例等基本要素的同时，险资应考察公司自身的经营、管理和盈利情况，以财务性和战略性的标准对交易标的进行分析，谨慎进行投资。

优化产品设计防“短炒”

分析人士指出，对于上述的担忧，保险机构解决的办法主要有三种途径，一是专项产品可以

通过券商，参考大宗交易等方式进行竞价减持，从而实现资金的有序退出。二是为尽量避免对二级市场股价的冲击，多数专项产品通过“封闭期”、“存续期”的设置，可以在一定程度上防止“短炒”、大进大出等现象的发生。三是通过严格筛选优质标的和设计风险共担的投资方案来进行风险防控，提高产品的安全性。

新华资产副总裁张弛认为，首先，为了避免因投资组合的净值因持仓证券市场风险而遭受损失，公司在投资标的的选择上将强化对企业的分析，投资那些遭遇了股权质押流动性风险但本身质地优良的企业。这类优质企业在解除了股权质押风险以后，其资产价值将对市场波动或市场非理性下行有较强的免疫力，在市场下行时可以很好的保障投资组合净值的稳定性，在市场上行时又能获得较好的收益，符合产

品的绝对收益导向。

其次，对于上市公司及股东公开发行的债券、非公开发行的可交换债券等具有债权性质的产品，公司将加强风险评估，投资那些符合国家战略和宏观政策导向的项目，以及解除迫切的股权质押风险后偿债能力可以恢复到较好水平的主体；公司还将合理设计和使用优先/劣后（分级）等增信措施，力争把信用风险降低到合理水平。

最后，管理流动性风险将是专项产品的一大挑战，但新华资产设置了多维的应对措施。专项产品设置初始三年赎回锁定期，锁定期内产品份额持有人原则上不得赎回本产品，避免资金频繁流出而加大流动性管理难度。专项产品还设置了单一资产集中度上限（净值的30%）和流动性资产下限（净值的5%），可以避免出现集中度过高的资产失去流动性而形成重大风险情况，保持一定的流动性资产可应对一般的赎回

需求。专项产品将巨额赎回的比例限制为总份额的10%，出现巨额赎回时，公司可以根据产品当时的资产组合状况决定接受全额赎回或部分延期赎回，避免因巨额变现而给产品和投资人造成损失。

刘凡称：“我们并不是完全被动型的投资，我们对于重点标的进行投资后，还会进行治理结构的优化，甚至协调体系外的资源，给出多方面的支持。通过这些综合手段，应该说在短期和中长期，都非常有助于纾解和我们合作的民营企业的流动性风险。”

中国证券报记者最新了解到，对部分融资途径比较单一的民营企业，保险机构正加紧设立民企债保险资管产品；对于处置不良资产，相关部门鼓励保险机构参与市场化债转股，已有一些保险机构或部门开始进行前期的研究准备工作。杨欧雯补充道，随着政策的持续引导激励，预计未来落地项目的数量和规模都会有所提升。

险企价值增长持续性可期

□本报记者 程竹

2018年初以来保险板块走势较弱，截至11月21日，保险行业指数跌幅达14%，但与上证综指同期21%的跌幅相比，仍有一定的相对收益。长周期来看，分析人士认为，保险板块具有长线投资价值。当前时点，板块估值处于历史低位，账面净值（NBV）的短期波动对内含价值（EV）的稳定增长影响较小，EV增长的持续性较为确定，看好保险板块。

边际改善稳中向好

2018年初由于“开门红”销售不及预期、外部市场悲观情绪影响，保险股估值出现了一定的回调。之后处于较长的时间盘整，随着新单边际回暖，估值小幅抬升。业内人士指出，拉长时间周期来看，四大上市险企估值于2014年最低达到0.7倍P/EV。当前，保险板块从负债端和资产端均出现边际改善迹象，上市险企目前仍处于历史估值低位，长期看具有一定的成长空间。

“经历了年初开门红后，各大险企积极调整销售策略，大力推进长期保障险发展，新单降幅边际收窄，NBV也实现了逐季提升。”华泰证券分析师沈娟表示，短端利率下行，部分险企推出高现价产品，有望催化长期储蓄险销售。

市场情绪催化保障需求，互联网加速重疾险落地，未来增长空间可观。

值得关注的是，近期“开门红”产品陆续推出，保险公司销售策略各有不同。业内人士指出，部分险企陆续公布2019年“开门红”主打产品，中国人寿推出预定利率4.025%的高现价产品鑫享金生，以期实现规模上的快速提升，预计价值率上会产生一定的负面效应。

中国平安仍采取稳定的组合销售模式，同时主动缩减部分短期储蓄险产品，以实现价值转型的稳步推进。新的市场环境下，年金险销售仍有一定压力，但短端利率的持续下行与大资管新规的严监管下，理财等竞争产品的收益率均有一定程度下滑，保险产品锁定长期收益率，竞争优势更为突出。

沈娟预计，从海外经验来看，在利率波动与资本市场震荡环境下，保险账户的投资收益率仍然保持4%以上，具有一定稳定性。保险资金长周期的配置特色赋予了其风险收益匹配的能力，拉长周期来看，对保险资金维持4%~6%的总投资收益率较为有信心。

长安责任保险

力争年底前化解偿付能力风险

□本报记者 程竹

8次，累计金额达6410万元。

业内人士指出，偿付能力持续略高于监管线确实影响了公司业务发展。尤其是在“开门红”等关键节点，目前不达标公司仍在积极与股东协调增资事宜。

化解阶段性问题

长安责任保险偿付能力出现阶段性不足。长安责任保险2018年第三季度偿付能力报告显示，公司三季度综合偿付能力和核心偿付能力均为-41.5%。低于法定监管标准，偿付能力出现阶段性不足。

据长安责任保险透露，自2015年起，公司开展了个人房产抵押贷款融资、个人车辆抵押贷款融资和汽车消费分期融资等保证保险业务。2018年以来，在去杠杆等金融调控政策的大背景下，社会融资的信用明显紧缩，公司的部分客户现金流受到影响，逾期还款有所上升，公司按照保险合同进行赔款垫付。2018年三季度，公司本着谨慎评估、审慎反映业务风险的原则，对相关业务进行风险评估，计提了减值准备及准备金约4亿元。同时，受国内资本市场持续下跌影响，公司投资出现亏损。上述两方面因素导致公司综合偿付能力指标大幅下降。

中国证券报记者从长安责任保险了解到，目前公司上述保证保险业务的存量风险已大幅下降至期初的十分之一以下，风险基本释放。针对当前偿付能力不足的风险，公司股东大会、董事会、管理层高度重视，正抓紧按照董事会通过的增资扩股方案，落实增加注册资本补充偿付能力工作，力争在2018年底年前解决公司偿付不足问题。

据悉，长安责任保险出现偿付能力阶段性不足，但该公司现金流正常，现金性资产充足，能够确保公司履行正常理赔义务，有效保证公司客户权益。目前，该公司的各项理赔工作如常进行。