■ 特别报道

寿险业保费脉冲式增长恐难持续

□本报记者 丁冰

通过银保渠道和趸缴产品发力，今年以来保险公司以规模为导向，保费收入出现大幅上涨。这类策略的后遗症也随之而生，即新业务价值下降和销售成本激增，市场人士预计，保险业保费收入脉冲式增长难以为继，未来出于利润率和销售费用控制考虑，保费增速可能回落。

面对保险业所处困境，在投资渠道完全放开和费率市场化改革的推进下，多家保险公司开始尝试产品创新，资产支持型产品有望大规模面世，降价后的保障型产品也会陆续推出，但现阶段对保险业的提振效果恐有限。

保费高增长难持续

中国平安、中国太保日前发布了前8月保费收入数据，其中寿险业务保费收入分别为1048.42亿元和681亿元，同比增长14.08%和1.7%，涨幅和上月基本持平。中国人寿和新华保险尚未发布相关数据，但从前7月数据来看，这两家公司保费收入分别增长9.74%、-7.79%，维持了和上半年持平的走势。

保监会数据显示，上半年全部人身险公司实现保费收入7938亿元，同比增长20.1%，扭转了连续两年低于同期GDP增速的局面。其中，新单保费4310亿元，同比增长近26%，走出连续两年负增长的阴霾。

中金公司研究指出，在今年面对满期给付洪峰及银保退保率高企而带来的现金流压力，寿险公司普遍采取规模导向的经营策略作为对冲，以确保经营稳健。特别是二季度，大型上市寿险公司也通过银行渠道，销售趸缴短期储蓄产品参与规模竞争，保费增速有所反弹，但难以持续。如中国人寿上半年趸缴537.93亿元，占据银保渠道764.9亿元的70%。

趸缴抬头和银保渠道发力正是寿险公司冲保费规模的利器。在保费显著滑落的情况下，新华保险2季度“推出资产导向型产品精选一号两全保险（万能型）”产品。在新产品的推动下，本公司第二季度银行保险渠道首年规模保费增速显著回升。”新华保险在半年报中称。

银保渠道和趸缴产品尽管贡献巨额保费，但其业务价值很低且销售费用高。分析人士指出，因销售费用预算控制以及基数相对上半年较高，预计未来全行业保费增速将有所回落。

退保金抬升也警示行业发展风险。从上市险企半年报中可以看到，国寿、平安寿险、太保寿险、新华上半年退保金分别为321.7亿元、37.1亿元、96.9亿元、132.6亿元，分别同比上涨70.1%、44.1%、57%、54.9%。各公司称主要来自于银行渠道理财类产品退保。此外，分红险产品的退保金也在增加。

这与险企追求短期保费规模不无关系。业内人士指出，部分寿险公司前几个保单年度曾设置高现金价值、零退保费用、承诺短期收益，把名义上的长期分红险、万能险异化成一两年期就可退保且无损失的理财产品，而这将使行业退保长期处于高位运行。

资产支持型产品待推出

对于保险业当前所处环境，业内人士指出，受目前银行系保险公司崛起、其他理财渠道的挤压、营销员增员困难、公众保险意识还有待加强等因素共同影响，保险业短期内还难以走出低谷。

某大型保险公司负责人透露，在保险公司内部，产品研发部门、销售部门和投资部门的矛盾也日益加剧。“产品部门抱怨投资收益率跟不上，导致产品没有竞争力；投资部门则认为产品设计期限有问题，给资产配置带来挑战。”

部分大型保险公司已经开始转换思维，从资产角度出发研发新产品。随着保险投资渠道的全面放开，目前保险公司已经几乎掌握了金融市场全部投资工具，在后方投资多元化的有力支持下，融合“保障”和“投资”功能的资产导向型产品正相继问世。

如新华保险在今年先后推出两款精选系列保险产品，投资的核心资产，将不低于90%的资金投资于特定创新金融产品项目，项目每年预期收益率不低于5%，另配置少量流动性资产，高度契合资产导向型产品特征，保证客户获取更高的保单收益。

泰康资产获得中国保监会批复获准发行三只保险资产管理产品，分别是泰康资产·积极配置投资产品（偏股型）、泰康资产·信用增利投资产品（债券型）、泰康资产·稳定收益投资产品（货币型）产品，各方申购十分踊跃。

保险公司还在不断创新投资方式。日前泰康资产公司牵手中国人寿等8家保险公司，和中石油等在京签署了战略合作协议，支持中石油西气东输工程。据了解，在泰康资产360亿元出资金额中，100亿元为自有资金，其他260亿元将按比例分给其他8家保险公司。

“这种基础设施和产业类投资其投资回报相对稳定，一般都在8%以上。”业内人士透露，此类项目为保险公司发行具有较高收益率的资产型产品提供了基础。”

目前中国人寿、中国人保都已开始着手研发相关资产支持型产品，希望借此打破寿险业发展僵局。

费率改革效果待考

此外，费率市场化改革的开启有望给寿险业带来活力。

“个别中小公司已经开始紧锣密鼓地上报新产品；而上市公司尚处于观望阶段，或将加大普通型中长期储蓄业务的销售力度。虽然公司承担了提供长期保证利率的风险，但短期内有望迎来账面上的量价齐升。”中金公司分析师唐圣波在研究报告中预测说。

8月28日，建信人寿推出人身险费率市场化改革后国内首款采用新预定利率设计的产品“福佑一生”两全保险。该保险采用3.5%预定利率设计，与采用2.5%预定利率的同类产品相比，保费下降7%-26%不等。目前还有公司将产品定价瞄向3.5%以上。“这将大大冲击银保渠道，并对个险代理产生影响。”某保险人士说。

按照保监会的思路，此次政策的实质是“放开前端，管住后端”，即放开对普通人身保险定价利率的限制，对评估利率上限进行3.5%的规定。但是定价利率放开采用与资本挂钩的方法，如果定价利率超过评估利率上限，需要保险公司的偿付能力超过150%才可以。

不过，定价利率放开仅仅适用于普通人身保险。平安证券在报告中表示，根据测试，20年期交终身保单定价利率在3.5%，保费相比2.5%下降30%，新业务价值下降50%。

“预计短期保险公司仍然以观望为主，但未来中型保险公司可能突破4%定价利率去抢占市场份额。长期看此举增加产品的多样性，预计长期保费总规模也会扩大。”业内人士指出，“目前可以确定的是，保险公司的成本将会显著增加。至于能不能整体上给保险带来规模增加，以及改变目前的保险生态，还需要进一步观察。”

IPO终止审核企业添两“新丁”

证监会公布的最新IPO申报企业情况表显示，上周有两家公司终止审核。这两家公司分别是苏州金禾新材料股份有限公司和北京迪信通商贸股份有限公司，终止审核日期为9月11日。至此，IPO终止审核企业增加至274家。

在IPO重启时间未定的背景下，一方面不少企业加快赴港上市，另一方面推动了企业的并购重组。香港投资推广署助理署长邓仲敏日前在厦门出席第十七届中国国际投资贸易洽谈会时表示，目前内地赴港上市企业已近750家，占香港上市企业总数的47.4%。今年上半年，投资推广署已协助51家内地企业赴港开业或扩展。

同时，刚刚“落地”的分道审核制将促使原本就热的并购重组市场再掀热潮。尽管证监会相关负责人日前表示，分道审核制与IPO重启无关，但业内人士认为，这一制度的实施，将加快PE机构从传统的IPO业务转向布局并购基金，加快企业并购重组步伐。（倪铭娅）

吴晓灵：希望互联网金融做细分市场

全国人大财经委副主任委员吴晓灵14日表示，鼓励民营资本进入银行业，可以对现有的互联网企业发放银行牌照，希望企业做熟悉的客户群服务，若所有银行同质竞争，不利于提高金融业服务效率。

吴晓灵表示，互联网企业若进行银行业务，特点是量大、比数大、金融小，和现有的传统银行竞争有劣势。互联网企业如果有了银行牌照可以去做熟悉的客户群的业务，细分客户市场，有的做小微企业，有的做个体小商户等。

吴晓灵表示，传统银行仍然有竞争优势，一是存放汇结合的优势，传统银行可以创造存款；另一方面国民经济除了终端的消费之外，还有大量的基本建设。大的制造商需要贷款，大量生产资料、原材料的购买等不能简单地依靠互联网支付。银行仍然有不易被互联网取代的专长。复杂的金融产品需要现场沟通，不容易被网络代替。（任晓）

期货公司试水基金代销市场

近日，中信建投期货有限公司成为首家获得基金代销资格的期货公司，标志着自2013年6月1日新的《证券投资基金销售管理办法》实施以来，期货公司进入基金代销市场。

中信建投期货总经理邵剑秋认为，开展基金代销业务不仅仅是为了增加公司的业务收入来源，更主要的还是为了实现期货公司由单一的经纪业务通道向综合的金融服务平台转型奠定良好的基础。

并非所有期货公司都对这项新业务摩拳擦掌，一方面是基金销售市场也对期货公司提出了准入门槛，另一方面，还有一部分期货公司对于能否在竞争激烈的基金销售市场中成功分得一杯羹仍然持观望态度。对于部分期货公司的疑虑，邵剑秋表示，期货公司开展基金代销业务也有自身的优势，尤其是针对一些期货类或杠杆类的基金产品，期货公司在销售方面将会更加专业，另外期货公司线上与线下相结合的服务方式和为投资者提供二十四小时不间断交易时间相信也会赢得一些客户的青睐。作为券商系期货公司，为客户提供综合理财服务是未来的发展趋势。”（王超）

创业板指今年第四次调整样本股

深圳证券交易所和深圳证券信息有限公司日前宣布，依照指数编制规则，决定于2013年10月的第一个交易日对创业板指数样本股实施今年第四次定期调整。

根据指数样本定期调整公告，本次创业板指数将更换9只样本股，金龙机电、华平股份、劲胜股份等公司将调入指数，新大新材、金亚科技、奥克股份等公司将调出指数。

通过本次定期调样，创业板指数对创业板市场的代表性进一步增强，其流通市值覆盖率由60.71%上升到62.60%；2013年半年报数据显示，调整后指数样本股的营业收入、净利润分别占创业板市场的44.73%和56.28%。调整后样本股的成长性也得到整体提升，其2013年半年度营业收入增长率为30.27%，较调整前高出近5个百分点，净利润增长率为15.63%，较调整前高出7个百分点。（张莉）

福建对东盟外贸持续走高

据厦门海关消息，今年前8个月福建省对东盟进出口额达160.3亿美元，高出同期福建省外贸整体增速7.1个百分点，维持高增长态势。

东盟是福建最大的贸易伙伴。厦门海关统计数据显示，1-8月福建对东盟进出口160.3亿美元，比去年同期增长21.8%，高出同期全省外贸整体增速7.1个百分点。其中进口51.5亿美元，增长14%；出口108.8亿美元，增长25.8%。

自今年3月以来，福建对东盟贸易值连续6个月保持两位数以上的增幅。主要贸易伙伴为马来西亚、菲律宾和印度尼西亚，三者合计占同期福建省对东盟进出口总值的60.5%。

在产品类型方面，机电产品居福建对东盟进出口首位。1-8月福建自东盟进口机电产品13.2亿美元，增长37.6%，占同期福建省自东盟进口总值的25.6%；出口机电产品30.6亿美元，增长11.3%，占同期福建省对东盟出口总值的28.1%。

虽然今年以来福建对东盟进出口保持快速稳定增长，但双边贸易也面临制造业加速向东盟国家转移及部分国家贸易保护主义有所抬头等诸多因素挑战。（项开来）

深交所：

严防并购重组内幕交易和市场炒作

□本报记者 张莉

深交所9月12-13日在深圳举办了中小板上市公司第十二期董秘资格培训班。针对今年以来上市公司并购重组比较活跃、个别股票重组前后股价波动较大的现象，深交所在本次培训中紧紧围绕“充分揭示并购重组风险，严防内幕交易和市场炒作”这一主题，专门安排了“上市公司并购重组及内幕交易防范”等相关课程。

目前证券监管正从行政审批向监管执法转型，证监会将按照“稳”“准”“狠”“快”原则处理重大恶性案件，稽查执法人员拟由600人增加到1200人，对内幕交易长期保持高压监管态势，对虚假信息披露、市场操纵等违法违规行为毫不手软地追究到底、处罚到位。深交所在培训班上表示，防范内幕交易和市场盲目炒作是深交所并购重组监管的重中之重。对于运行规范且有利于提高持续盈利能力、推动上市公司健康发展的实质性并购重组，深交所一贯予以大力支持；对于以市场炒作为主要目的、通过报表式重组实现短期收益为主要方式的并购重组，深交所予以坚决遏制。

今年以来深交所总计上报交易异动线索99起，其中涉嫌内幕交易81起，较上年同期增加40%，因并购重组导致的异动占较大比重，且呈上升趋势，其中部分线索得到证监会高度重视，已经进入立案稽查阶段。深交所方面表示，上市公司要认清当前形势，规范运作、认真履行信息披露义务，特别是在进行并购重组过程中，要真实、准确、完整地披露并购重组涉及的资产质量，全面、深入分析并购重组对上市公司的各种影响，向投资者充分揭示相关风险，同时，要尽可能缩小内幕知情人范围，切实做好内幕交易防范工作。其次，上市公司要有高度的社会责任感，维护正常的市场秩序，不仅自身要防范内幕交易和市场操纵，还要采取有效措施防范市场盲目炒作，切实保护中小投资者合法权益。

今年信托资产规模或超10万亿元

未来规模增速将放缓

□本报记者 陈莹莹

多位业内人士14日出席中国信托业年度报告（2013）发布会暨中国信托业高峰论坛时表示，信托资产规模今年很有可能突破10万亿元。未来规模增速随着中国经济增速放缓而放缓也是大势所趋。未来信托业将回归理性增长，并探索更为灵活的投融资模式，进一步推进的信贷资产证券化或是信托业重要发展契机。

增速放缓大势所趋

报告显示，截至2013年二季度末，信托资产规模达到9.45万亿元，与去年同期5.54万亿元的规模相比，同比增长近一倍，但环比增速趋缓。报告指出，随着高收益基础资产的寻找日趋困难，集合信托收益率下降的趋势不可逆转，信托公司需要依靠信托制度优势，利用创新的产品重新吸引客户。

虽然部分与会的信托业人士对于信托规模继续增长保持信心，但是兴业信托总裁林静直言，“整个信托业管理规模的增速在放缓是无可置疑的，因为中国宏观经济的速度已经放缓。信托金融是服务于经济的，金融不可能游离于经济之外，经济放缓，信托随之放缓，这是很正常的一种现象。在放缓的基础上，每家信托公司需要找好自己的定位，寻找出路。”

华融信托副总经理郭继平也指出，“信托业之所以能赶超保险主要是因为保险业发展过慢，但实际上信托业的基础规模是不扎实的。”在金融监管方面，信托产品类型、信托公司行为规范、信息披露等方面将会成为监管重点，未来，信托或许会纳入央行货币调控。

中国财富管理50人论坛秘书长李振华表示，10万亿不会是信托管理规模的顶峰。“目前我国资产管理市场规模大约有30万亿元的规模，相信未来很多存款将会从银行体系脱离出来，转变成可投资的资产，预计未来十年之内整个资产管理行业规模至少可以翻一番，甚至达到80万亿的规模。放在这个背景下看，信托公司10万亿的资产规模绝对不是顶峰。”

资产证券化机遇挑战并存

报告认为，今年以来信托行业面临一系列挑战，其中包括信托项目规模的增长大多来源于单一信托，信托主动管理类的集合信托产品发行速度反而在下降；资管行业管制放松，券商资管、基金子公司正在进入信托的领地，分食了一部分原本属于信托的通道业务，在企业融资市场也和信托展开了竞争。

报告认为，在经济转型中，信托公司需要创新业务模式并挖掘信托功能。信托有风险隔离、财产管理等功能，新时期，信托业价值再发掘体现在家族信托、公益信托、资产证券化等方面。

平安信托有限责任公司董事长童恺表示，未来“国退民进”将盘活大量资产，通过资产证券化解决资金的问题。“目前银行增速放缓，不良资产率也有所上升，更大的问题是中国银行业资本不足，不可能持续增长。从这个角度来看，银行很多资产会卖出去，或者通过证券化的方式做。”

信托业内人士指出，随着信贷资产证券化规模的扩大，信托公司担任受托人管理的信贷资产增加，势必增加信托公司的业务收入，提升行业利润。另外，随着信贷资产证券化扩容，信托公司也可以逐步探讨和尝试自身信贷资产证券化的可行性，以提升资产流动性。

但是，专业化程度高的信托公司获取越来越多的机会、越来越大的市场份额，而某些信托公司可能一单业务都获得不了，甚至没有担任信贷资产证券化业务受托人的资格。不仅信托公司内部竞争加剧，信托公司可能还面临着其他资产管理机构，如证券公司、基金管理公司的竞争。

资金面有望平稳“过节”

（上接A01版）虽然此前两周公开市场呈现连续小幅净回笼格局，但考虑到外汇占款和财政投放的增量，这应是央行顺应市场供需变化的微调之举。9月以来货币市场基准品种——7天期回购利率始终保持在3.5%左右的市场预期区间下限水平，应该可以看作是央行合意的货币市场利率水平。

可以预期，随着双节和季末的临近，央行将根据市场情况适时加大逆回购力度，以满足金融机构因时点因素而增加的短期资金需求。至于海外货币政策带来的流动性风险，我国货币当局可根据实际情况，酌情采取加大公开市场投放力度、运用短期流动性调节工具（SLO）甚至下调存款准备金率等多种货币调控手段，来达到稳定市场资金面的目的。

综上所述，随着各项负面扰动因素的迫近，下半月银行间市场资金面趋紧压力将日渐增强，但仍有条件在一定波动范围内保持适度稳定。

值得一提的是，国际经验显示，在利率市场化改革阶段，如果不控制好流动性阀门，很容易导致金融机构信用无序扩张、资金配置整体性风险偏好上升，最终提升整个社会的系统性风险。因此，在我国利率市场化改革大潮推进之际，货币当局对银行体系流动性的控制可能会继续从严。这意味着，银行间市场资金面将在未来较长一段时期内维持紧平衡格局，今年一季度流动性极度宽松情景将难以再现。

投资要重视企业的价值创造

□汇添富基金副总经理
投资总监 张晖

今年的市场表现让很多投资者大跌眼镜。创业板指数一路大涨，特别是信息产业、传媒产业以及环保产业等涨幅惊人。这些板块上涨的重要理由之一是因为中国经济正在进行结构调整，而这些行业代表着中国未来经济的发展方向。市场过度关注企业所处的行业，而全然不顾这些企业的商业模式是否成熟、企业治理是否完善以及企业经营者是否经过时间的检验。投资只要行业选对了路，市场就会给这些企业很高的估值溢价。

笔者不想对所谓的“投资”与“投机”进行辨析，只是想粗浅谈谈我在投资中一直坚持的一条核心理念：坚持选择能为股东持续创造价值的企业，回避毁灭股东价值的企业。

在传统方法中，评价企业是否创造价值经常用到“经济附加值”（EVA）。这个指标的含义是，不管是企业的股权资本还是债务资本，其投入都是有成本的。只有企业的盈利高于其全部资本成本时才会为投资者创造价值。在实践中，如果静态去看这个指标，经常会产生一些问题。比如某段时间EVA为正的企业，下一阶段可能为负。而对于投资者来说，找到长期持续创造价值的企业才是最为重要的。由这个概念出发，我经常选择两个指标进行观察，一是投资者最常用的盈利增速，另一个是投资资本回报率（ROIC）。其中，ROIC正是同时考虑股权资本和债券资本的回报率。两个指标结合起来看才能全面评估企业为股东创造价值的水平。只有投资资本回报率高，同时盈利增速也较快的企业，其为股东创造价值的速度才比较快。

那么价值创造型的企业有何特点？一般来说，这些企业往往有比较成熟的盈利模式，已经形成了比较强的品牌优势，企业能够进行持续、稳定的扩张。从财务上意味着，企业能够在较高的资本回报率基础上维持稳定的增长。价值创造性企业包括许多消费品类企业，这些企业依靠过去多年的积累，形成了著名的品牌、强大的渠道优势，而企业所面临的市场也得益于中国消费市场的快速增长，所以企业进行轻资产扩张的空间非常大。这类企业中的优秀代表，如云南白药，上市以来不需要新的融资，其扩张完全依赖于自身的利润积累，一直能够维持较高的净资产回报率，这类企业是价值创造型企业的典型代表。另外一类企业，完全依靠在市场竞争中逐步形成的优势品牌和完善的产品结构，具有较好的价值创造前景。典型的企业，如上海家化和天士力。这些企业依靠目前的产品结构，依托庞大的消费市场，顺利进行扩张和增长。

相反，我们可以看到一些价值毁灭型企业的典型。公司的扩张需要持续的依赖外部融资，但公司一直维系着极低的投资资本回报率。这些企业常见于一些重资产的制造类企业，目前热炒的电子技术产业最容易出现。这类企业初期往往得益于某类或某个产品，盈利能够有较高的增速，但企业很难形成自身的优势，需要不断的资本投资来进行技术开发，因此其增长是建立在非常高的资本开支基础之上的。因此，这类企业的投资回报率往往一直维持在很低的水平，或者初期较高，但很快就快速下滑。这类企业往往在发展初期或一段时间内给人比较好的想象空间，但其商业模式决定了企业未来的走向并不乐观。比方说上一轮的投资者比较推崇的北电网络、摩托罗拉等企业，在风光一时后都陷入困境出现破产或者被并购的窘境。国内某个主营液晶面板的制造企业，自上市以来，持续不断地进行融资，但一直维持着极低的资产回报率，长期在毁灭股东的价值。中国市场上这类企业还很多，上一轮IT泡沫中死去了很多，这一轮IT又开始火热，预计又会出来很多这类企业。从稍长时间的视野来看，只要企业的创新速度跟不上，或者行业生态环境发生较大变化，股东价值就开始急剧毁灭。

从上面的分析不难看出，是否是价值创造型企业，我们可以依赖于去观察它的盈利指标进行判断，但持续的价值创造还得从深入的企业基本面分析着手，把握企业盈利增长的特征和关键要素。今年创业板市场非常火热，投资者只有冷静分析，去伪存真，选择能持续为股东创造价值的企业，才能避免在市场回调的时候遭受重创。

汇添富 投资洞察