

中金公司固定收益研究

保险：开启新视界，整装再出发

——债市机构行为系列专题研究报告



王瑞娟 分析员，SAC执业证书编号：S0080515060003

姬江帆 分析员，SAC执业证书编号：S0080511030008

张继强 分析员，SAC执业证书编号：S0080511030007

SFC CE No: BBP876

2015年10月21日



目录

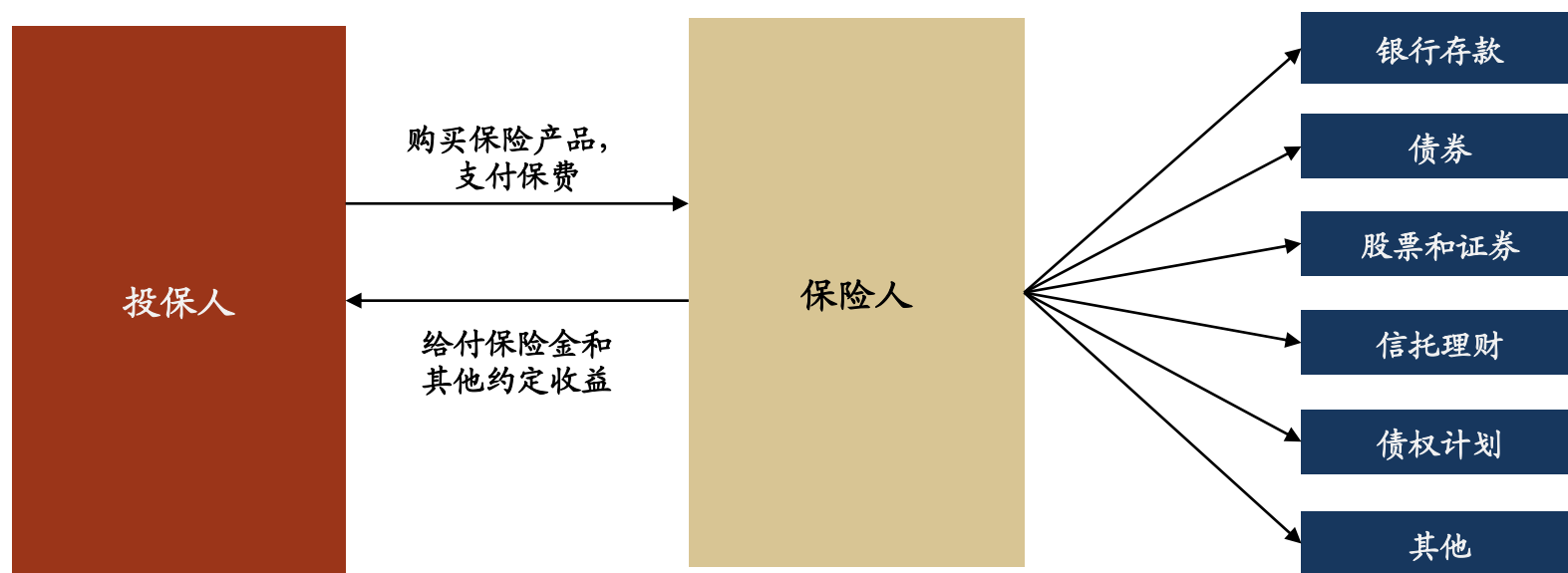
第一章	保险基本情况概述	2
第二章	保险资金成本影响因素及走势	10
第三章	保险投资监管政策演变及影响	16
第四章	保险机构投资特征	30
第五章	保险的债券市场投资	37
第六章	保险机构未来展望	43

第一章

保险基本情况概述

保险vs.保险机构

- 保险，是指投保人根据合同约定，向保险人支付保险费，保险人对于合同约定的可能发生的事故因其发生所造成的财产损失承担赔偿保险金责任，或者当被保险人死亡、伤残、疾病或者达到合同约定的年龄、期限等条件时承担给付保险金责任的商业保险行为。
- 1929年11月太平保险在上海成立，1949年10月人保公司在北京成立，宣告了新中国第一家全国性大型综合国有保险公司的诞生，1958~1978年保险行业停办。1988年平安保险成立，1999年人保公司重组形成人保、人寿、再保险，期间也成立了多家保险公司。1998年，保监会成立，是保险行业最主要的监管部门。2000年起，保险行业形成以人寿、人保、平安、太保等为主的格局并延续至今。
- 2004年，保监会发布《保险资产管理公司管理暂行规定》，保险资管公司成为保险资金的专业管理单位。保险除了单纯的保险功能外，开始兼具理财功能，越来越倾向于资产管理工具的定位。包括保险公司、保险资管公司及其分、子公司在内的保险机构是资本市场上重要的机构投资者之一。



保险产品分类——按保险标的

保险

财产险

- 责任：保险人对物质财产或物质财产利益的损失负赔偿责任。
- 具体分类：汽车、商业财产、家庭财产、责任、农业、信用保险等。
- 主要保险公司：人保、平安、太保财险。
- 久期：短，以一年期短期业务为主，以大数法则为基础。
- 财险公司的盈利主要来自承保利润和投资收益两部分。发达国家的保险市场由于承保能力过剩、竞争激烈，财险公司的承保利润普遍微薄，甚至经常出现承保亏损，使得财险公司非常依靠投资收益来维持盈利。目前我国财险公司仍有较高的承保利润，但随着新公司不断设立，竞争将更加激烈，承保利润也将逐渐降低，最终将与发达国家市场一致。

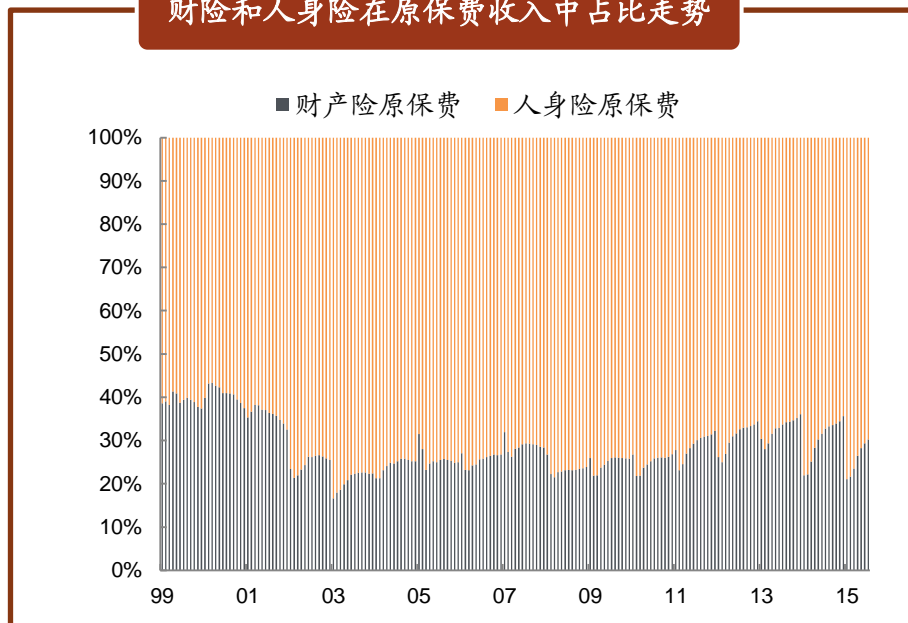
人身险

- 责任：保险人承担被保险人保险起见遭受人身伤亡，或者保险期满被保险人伤亡或生存时给付保险金的责任。
- 具体分类：寿险、健康险、人身意外伤害险等。
- 主要保险公司：中国人寿、平安人寿、新华人寿、太保人寿、人保寿险。
- 久期：长，以精算为基础。
- 寿险的利润主要包括死差溢、费差溢、利差溢、退保溢。其中死差溢发生于实际死亡率低于保单设定的死亡率（年金保险相反）；费差溢即实际费用低于保单设定的费用；利差溢即实际投资收益率高于保单的定价利率，反之形成利差损；退保溢发生于实际退保率低于设定的退保率。由于市场竞争激烈，寿险公司的盈利逐步倾向于依赖利差溢，获取其他三类收益已经非常困难。

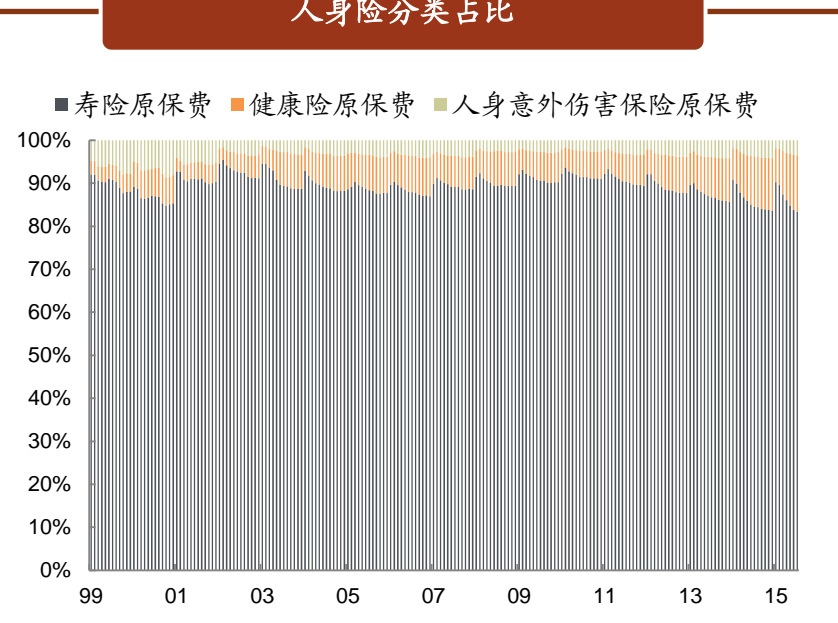
保险产品分类——按保险标的（续）

- 我国保险行业长期以来以人身险为主，尤其是02年至11年之间，财产险保费收入占比只有30%左右，12年以来财产险保费收入占比有所提升，平均约40%左右。
- 人身险中又以寿险占比最高，在人身险保费收入中占比在80%以上，人身意外险其次约占比10%，健康险最少。以2014年为例，全行业总保费收入20235亿元（未包含养老和年金），其中人身险保费总收入13031亿元，人身险中寿险保费收入10902亿元，占人身险保费收入的84%，占总保费收入的54%。
- 寿险期限长、来源稳定、赔付支出节奏也相对可控，是最主要的保险投资资金来源。

财险和人身险在原保费收入中占比走势



人身险分类占比



资料来源：万得资讯，中金公司研究

寿险分类——按给付义务

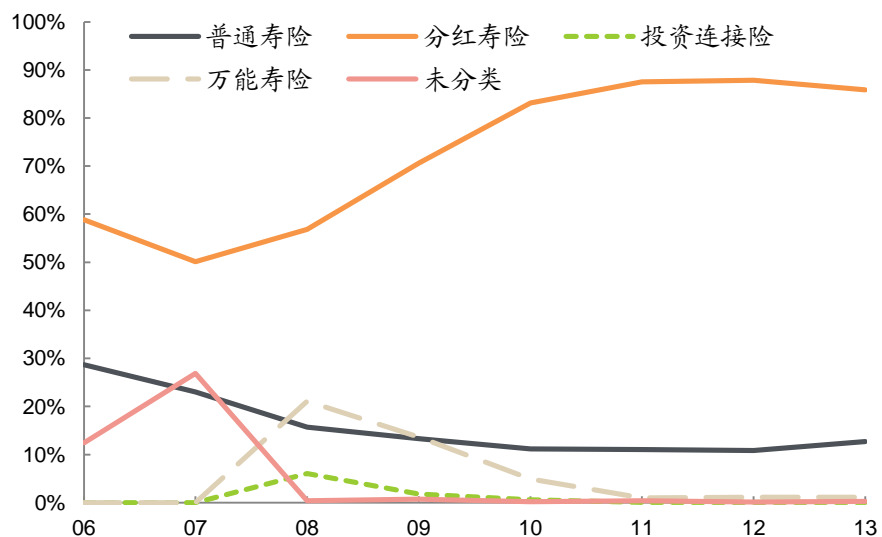
寿险分类

- 按给付义务分类，寿险产品包括普通寿险、分红寿险、投资连接险、万能险。除普通寿险外，其余险种均被赋予一定投资职能。
- ✓ 普通寿险中，保险人对被保险人只承担保险义务，包括定期险、终身保险、两全险等。
- ✓ 分红寿险中，保险公司在每个会计年度结束后，将上一会计年度该类分红保险可分配盈余按一定的比例以现金红利或增值红利的方式分配给客户。
- ✓ 投资连结险是指保险公司将保费提供给客户保险额度以外，还会做基金标的连结让客户享受到投资获利，保险公司单独管理此类保单，返还投资收益。
- ✓ 万能险赋予被保险人在险种、缴费和投资上更大的灵活度。
- 上述几种具有投资职能的保险产品中，投连险和万能险都需要单独建账，投资产品类别及比例也与一般账户有所不同。

2000年以来分红险发展迅速

2000年起，我国进入加息周期，而保监会规定普通寿险预定利率不得超过2.5%。为加强竞争，各类具有投资功能的保险产品蓬勃发展，尤以分红寿险发展最为迅速。自2010年开始分红险保费收入占寿险总规模的比例超过80%，其中2013年分红险保费收入达到7753亿元，占总寿险规模的85.87%。

寿险中具有投资功能的产品保费收入占比逐年上升



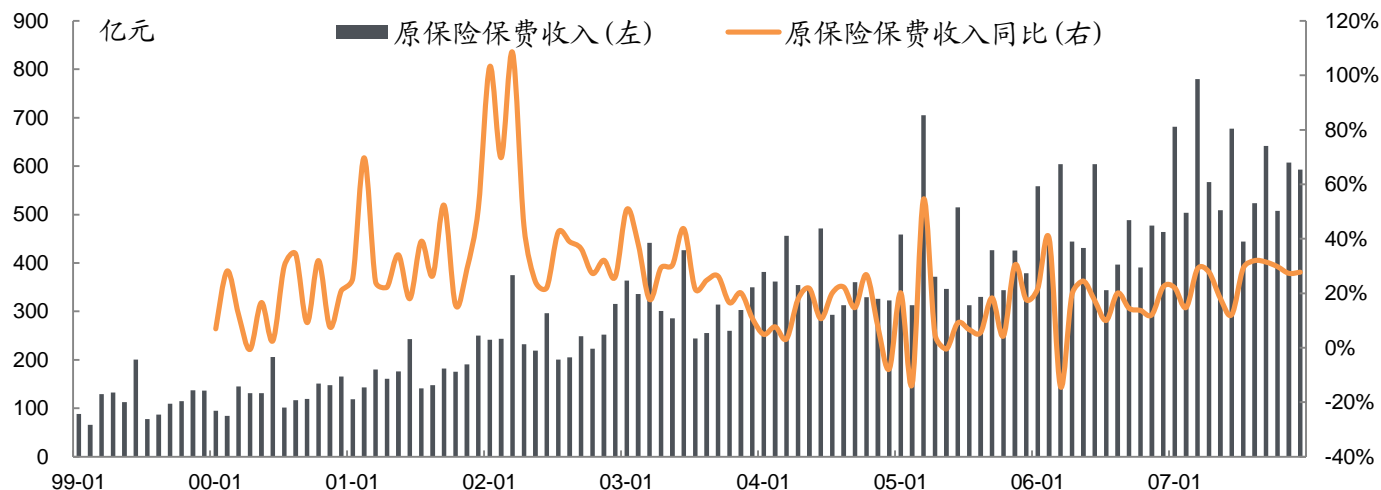
资料来源：万得资讯,中金公司研究

保险业的发展——快速增长

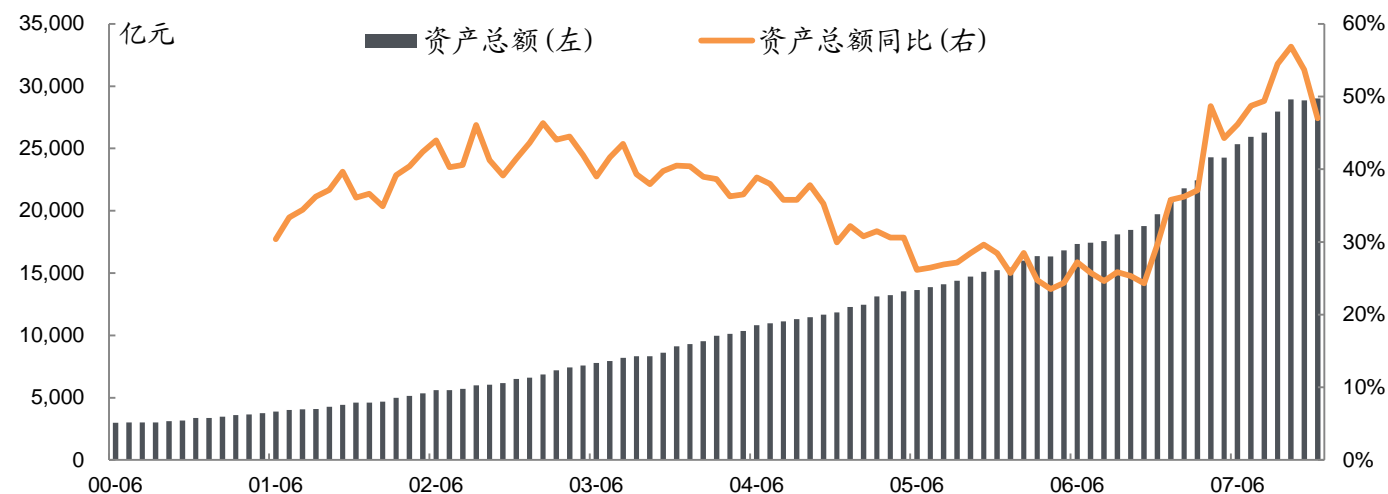
■ 2000年至2007年是我国保险行业增速较快的阶段，这一时期人民理财意识还不是很强，保险面临的竞争主要来自银行存款类低收益或股票投资类高风险产品，因此保费增长较为迅速，保费同比增速维持在20%左右，保险行业总资产增速也维持在30%以上，07年末高达50%。

■ 不过这一阶段保费收入和资产总额绝对规模仍比较低：平均每月保费收入不足1000亿元，大部分月份不足500亿元，保险行业总资产从2000年初的2604亿元上升到2007年末29004亿元。

1999~2007年原保险保费收入及同比走势（单月）



1999~2007年保险资产总额及同比走势（月末）

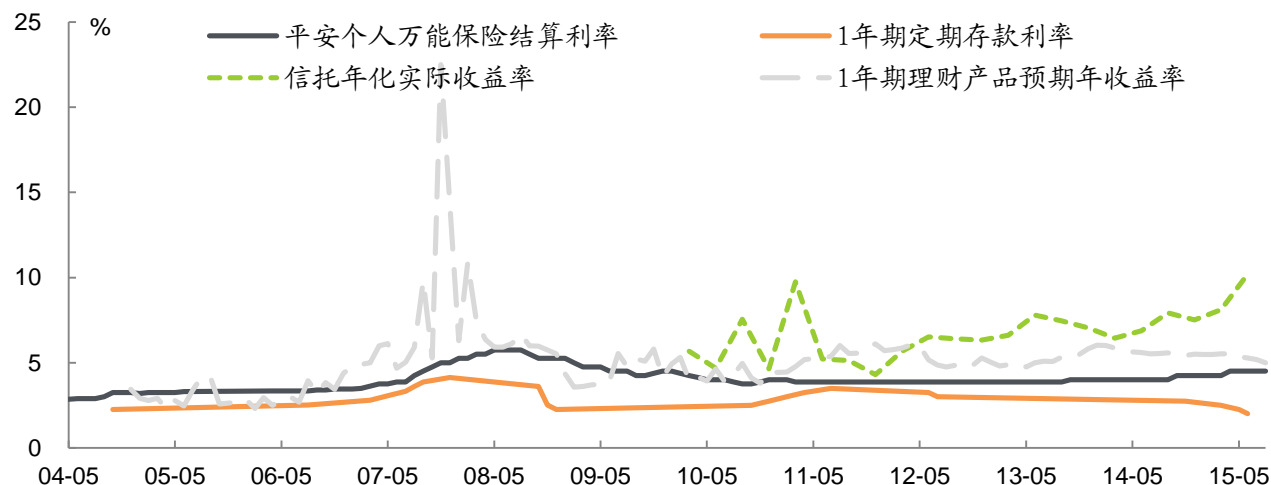


资料来源：万得资讯,中金公司研究

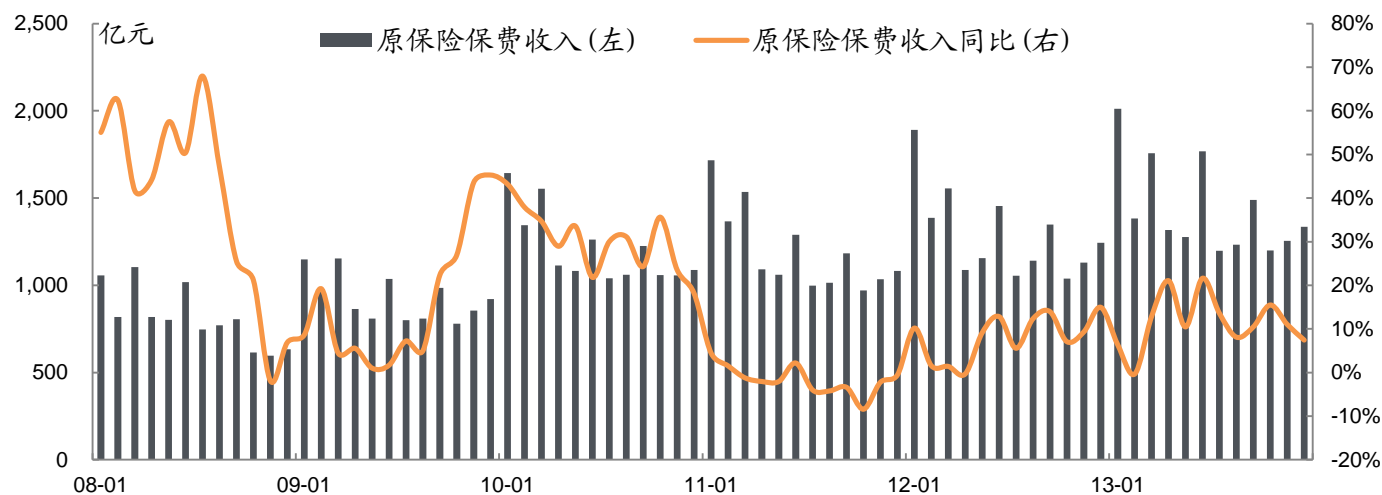
保险业的发展——震荡减速

- 2008年受金融危机影响，居民投资理财信心大挫，保险行业保费收入增速大幅下降。
- 2011年起，我国利率市场化快速推进，银行积极推进理财产品的创新和发展，而保监会严格控制寿险费率和保险资金投向，使得保险在这一轮规模扩张过程中表现明显弱于银行理财和信托，保费收入增速大幅下降，大部分时候不足10%，有时还会出现阶段性同比下降，资产总额增速相应也有所下降。
- 从规模看，这一阶段原保费收入维持在每月1000~2000亿元范围内，超过1500亿元的比较少。行业总资产规模从不足3万亿扩张至8.3万亿。

各类理财资产收益率比较



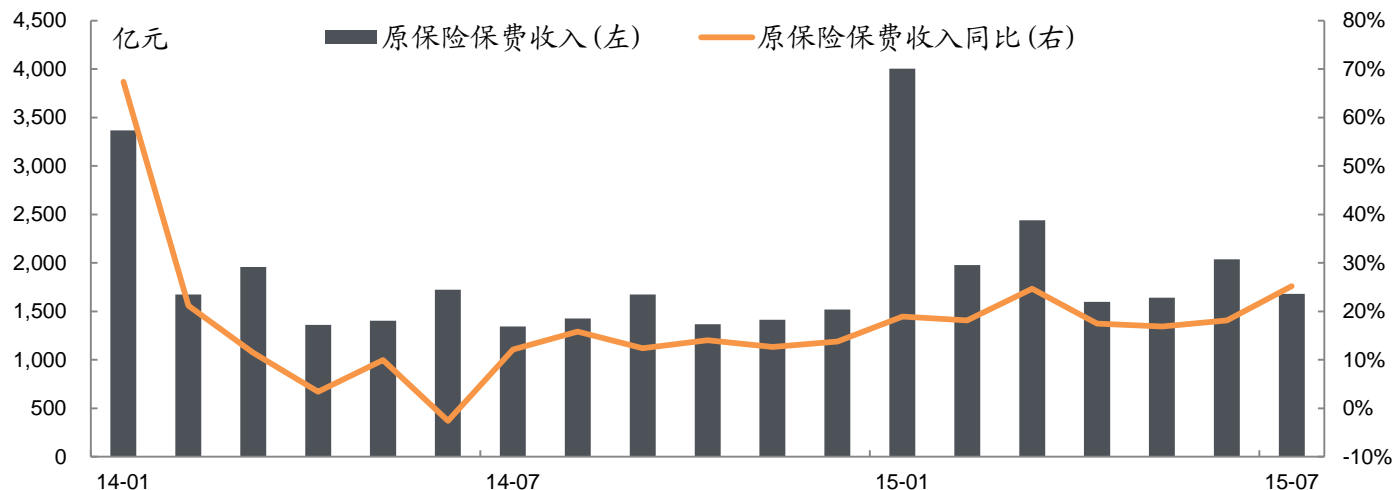
2008~2013年原保险保费收入及同比走势 (单月)



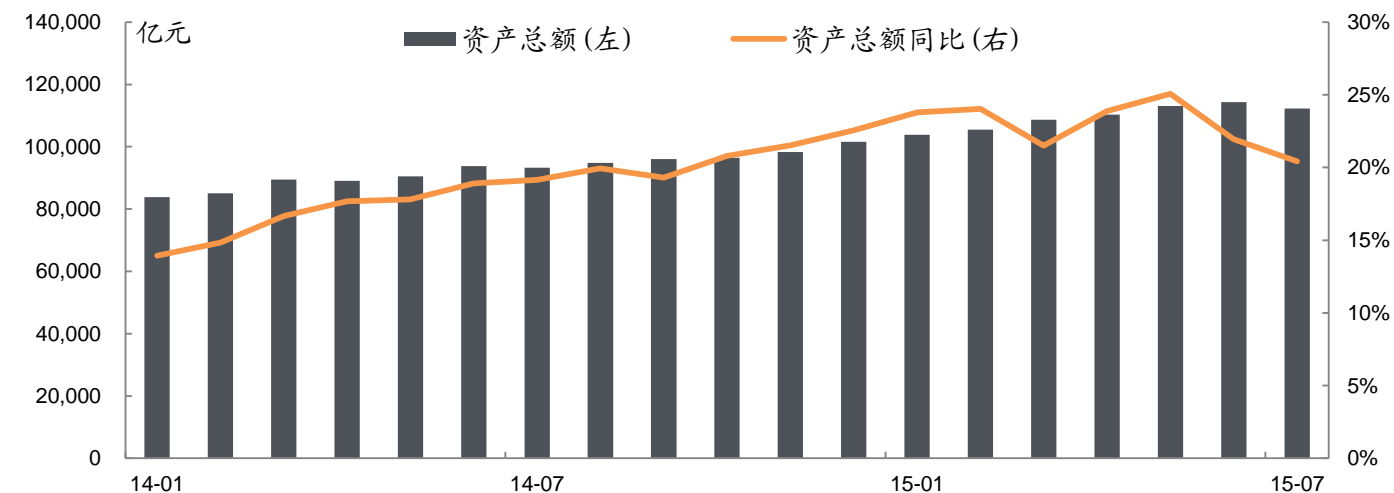
保险业的发展——反弹稳定增长

- 2013年下半年，保监会陆续发文放宽信托、理财等高收益资产投资比例，将债权计划由核准制改为备案制，保险行业投资回报率显著上升，保费收入增速再次反弹至20%以上，保险行业资产总额增速也上升到20%左右并持续上升。
- 从绝对规模看，2014年以来每月保费收入基本都超过1500亿元，并于2015年开始以每月2000亿元以上的速度快速增长。保险行业总资产则由2014年初的8.2万亿上升到2015年7月末的11.2万亿，仅一年半的时间上升了3万亿，保险行业规模迅速反弹并稳定增长。

2014年以来原保险保费收入及同比走势（单月）



2014年以来保险资产总额及同比走势（月末）



第二章

保险资金成本影响因素及走势

预定利率vs.结算利率

预定利率

- 预定利率是指寿险产品在计算保险费与责任准备金时采用的利率，其实质是寿险经营者因占用了客户的资金而承诺以年复利的方式赋予客户的回报。
- 1999年，我国存款利率大幅下调，为避免保险公司亏损，保监会发布《关于调整寿险预定利率的紧急通知》（保监发[1999]93号），规定寿险保单预定利率不超过年复利2.5%。虽然保险公司通过增加分红险、投连险、万能险等特殊产品的发行部分降低了该文影响，但实际上保险费率还是受到一定制约。
- 随着利率市场化的推进，保险公司相对其他资产管理机构竞争能力下降，2013年起保监会发文将普通人身险保单预定利率上限上调至3.5%（保监发[2013]62号），2015年将万能险评估利率上限上调至3.5%（保监发[2015]19号）。
- 2015年，保监会在《中国保监会关于加强人身保险费率政策改革产品管理有关事项的通知》（保监寿险[2015]136号）中规定人身险预定利率和最低保证利率由保险公司自行确定，不过不得超过公司过去5年平均投资收益率，人身险费率实现相对市场化。



结算利率

- 结算利率是客户所缴纳的保费在扣除了初始费用之后进入投资账户所获得的收益比例。
- 在保险赔付率、退保率等符合定价假设前提下，结算利率就是保险公司支付给保户的利率。
- 相对于分红险和投连险，万能险的结算利率相对稳定，近几年在4%左右。

结算利率影响因素

同业竞争

- ◆ 直接同业——其他保险公司提供的结算利率。
- ◆ 间接同业——银行存款利率以及银行理财、信托、券商资管、基金等收益率。

历史结算利率

- ◆ 客户对结算利率预期会参考同一类型保单历史结算利率。

结算利率

投资收益率

- ◆ 出于避免亏损考虑，资金成本必然不能高于投资收益率。
- ◆ 2015年开始保监会规定保单预定利率按照不超过过去5年平均投资收益率加以控制，这一因素未来重要性程度进一步上升。

保险资金成本估算——原理

初始费用及其他费用使得保户获得的实际利率低于结算利率

- 以“泰康人寿·卓越财富终身寿险”为例，根据合同约定，每一笔保费需扣除保险初始费用以及死亡风险保险费和保险单管理费等其他费用后的余额为实际进入保险账户的资金，由于这些费用的存在，使得账户余额低于已缴保费总额，保户获得的实际利率往往低于结算利率。
- ✓ 初始费用指的是保险公司在客户购买保单的前几年收取的经营成本，逐年递减，大部分保险合同约定的扣除比例为第一年50%、第二年25%、第三年15%、第四年10%、第五年10%、第六年及以后每年5%。
- ✓ 死亡风险保险费是根据保单所附《死亡风险保险费表》，依据被保险人性别、年龄、保险金额及其他因素确定的保险费，死亡率越高，该项费用越高，因此理论上随着时间的推移会增长。
- ✓ 保险单管理费按月收取，大部分是5元/月，也有部分保险公司免除该项费用。

佣金、手续费、管理费等的存在，使得保险资金成本超过保户平均收益率

- 目前我国保险产品主要通过保险公司经纪人、代理人、银行等途径销售，佣金和手续费是保险资金成本的重要组成部分之一，近几年佣金和手续费仍在攀升，大约在1%~1.5%之间。
- 保险公司与大多数企业相同，职工工资、业务宣传、办公费、差旅费、会议费等各项费用规模也比较大，该项费用与保费收入的比例介于1~1.5%之间。

保险资金成本估算——案例

保险资金成本估算

STEP 1

假设：每年年初缴纳6000元，连续缴纳50年，其他费用200元/年，初始扣减比例如前假设。

年化收益率=RATE（已缴年限，每期保费，0，1），类似年金收益率计算方式。

STEP 2

保险资金成本=保户实际收益率+佣金、手续费、账户管理费等，假设佣金、手续费、账户管理费等合计2~2.5%。

时间	保费	初始费用扣除比例	初始费用	其他费用	期初账户余额	结算利率	账户收益	期末账户余额	累计已缴保费	实际收益率
	a	b	c=a*b	d	e0=a0-c0-d0 e1=e0+g0+a1-c1-d1	f	g=e*f	h=e+g	m=sum(a)	i RATE(A,-B,0,1,1)
1	6000	50%	3000	200	2800	4%	112	2912	6000	-51.47%
2	6000	25%	1500	200	7212	4%	288.48	7500.48	12000	-27.52%
3	6000	15%	900	200	12400.48	4%	496.02	12896.50	18000	-15.77%
4	6000	10%	600	200	18096.50	4%	723.86	18820.36	24000	-9.49%
5	6000	10%	600	200	24020.36	4%	960.81	24981.17	30000	-6.04%
6	6000	5%	300	200	30481.17	4%	1219.25	31700.42	36000	-3.62%
7	6000	5%	300	200	37200.42	4%	1488.02	38688.44	42000	-2.05%
8	6000	5%	300	200	44188.44	4%	1767.54	45955.97	48000	-0.97%
9	6000	5%	300	200	51455.97	4%	2058.24	53514.21	54000	-0.18%
10	6000	5%	300	200	59014.21	4%	2360.57	61374.78	60000	0.41%
11	6000	5%	300	200	66874.78	4%	2674.99	69549.77	66000	0.87%
12	6000	5%	300	200	75049.77	4%	3001.99	78051.76	72000	1.24%
13	6000	5%	300	200	83551.76	4%	3342.07	86893.84	78000	1.53%
14	6000	5%	300	200	92393.84	4%	3695.75	96089.59	84000	1.77%
15	6000	5%	300	200	101589.59	4%	4063.58	105653.17	90000	1.98%
.....										
50	6000	5%	300	200	805968.79	4%	32238.75	838207.55	300000	3.60%
佣金、手续费、账户管理费等										2%~2.5%
保险资金成本=平均收益率+佣金、手续费、账户管理费等										5.6%~6.1%

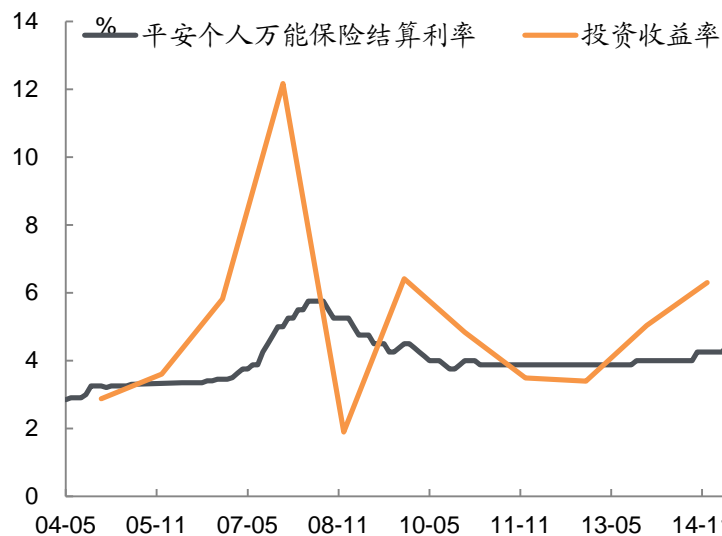
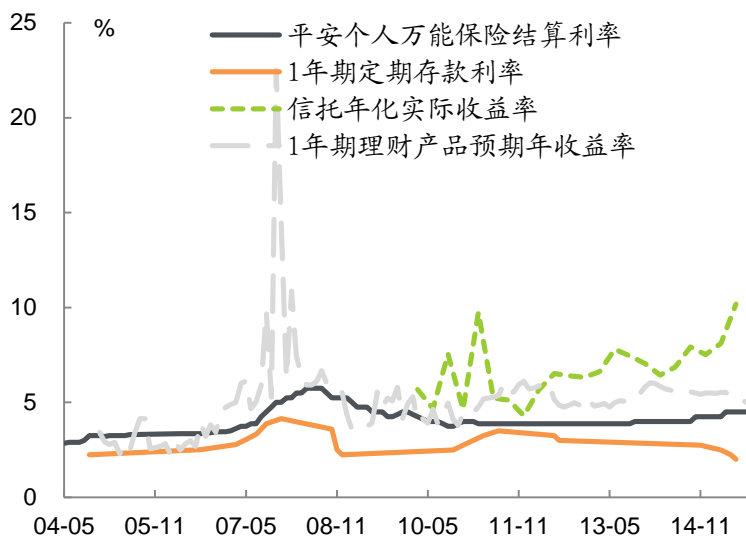
保险资金成本走势

□ 以平安个人万能保险结算利率为例，从2004年以来表现出以下几个特征：

- ✓ 受限于保监会对预定利率不得超过2.5%的规定，加上可投资资产以低风险低收益类型为主，投资收益率难以提升也限制保险费率，保险资金成本大部分时间介于一年定期存款利率和理财收益率之间，2011年以来理财产品大规模发展，直接导致保费被分流，规模增长减速。
- ✓ 2013年以来，保监会放开债权计划等非标投资比例，同时放开预定利率管制，保险资金成本逐步上升，与理财收益率趋近，不过仍明显低于信托收益率。

□ 保险资金成本大约等于（结算利率+1.5~2%），保险实际资金成本已经达到5.5~6%。

保险资金成本走势



资料来源：万得资讯,中金公司研究

第三章

保险投资监管政策演变及影响

保险资金运用监管政策演变——保证无风险资产比例

- 由于保险行业资金规模大，且有保险保障功能，资金运营结果和风险控制能力直接关系到投保人利益，因此保监会对行业监管较为密切，其中对保单费率、风险控制、资金运用方向、杠杆操作比例等方面的监管直接影响到保险资金成本和收益的走势，其中对资金运用方向的监管显著影响到保险的投资行为。
- 保监会对保险资金可投资的资产类别、资质和具体比例都有严格的限制。2003年及以前，保险公司的资金运用限于银行存款、买卖政府债券、金融债券、规定央企信用债、少量基金，其中信用债和基金产品投资实行保监会核定比例制度，这一阶段保险可投资资产基本都是无风险资产，以控制风险为主要目的。

保险资金投资监管政策文件梳理（2003年以前）

文件号	文件名
1995年通过，2002年修订	保险法
保监发[1999]85号	保险公司购买中央企业债券管理办法
保监发[1999]206号	保险公司投资证券投资基金管理暂行办法
保监发[2001]85号	关于允许保险公司购买电信通讯类企业债券的通知
保监发[2003]6号	关于重新修订《保险公司投资证券投资基金管理暂行办法》的通知
保监发[2003]9号	关于重新修订《保险公司购买中央企业债券管理办法》的通知
保监发[2003]74号	保险公司投资企业债券管理暂行办法
保监发[2003]91号	关于保险公司投资中央银行票据的通知
保监发[2003]92号	关于增加认可企业债券信用评级公司的通知
保监发[2003]133号	关于增加认可企业债券信用评级机构的通知

资料来源：保监会，中金公司研究

保险资金运用监管政策演变——探索高收益品种

- 2004年开始，可投资领域陆续放宽至股票、商业银行次级债、保险公司次级债、商业银行股权，放开境外投资，不过对同一类资产、同一被投资单位和同一期资产的投资比例加以严格限制，以防止集中度风险。
- 2005年，《保险机构投资者债券投资管理暂行办法》对债券投资进行了整体规定，但投资信用债要求AA级以上有担保，未放开无担保信用债投资。
- 2006年开始探索投资基础设施债权投资计划，但一方面限于间接投资，另一方面可投资项目限制较多，难以做大规模。

保险资金投资监管政策文件梳理（2004-2007年）

文件号	文件名
保监会令[2004]12号	保险机构投资者股票投资管理暂行办法
保监发[2004]23号	关于保险公司投资银行次级定期债务有关事项的通知
保监发[2004]77号	关于调整保险公司投资银行次级债券、银行次级定期债务和企业债券比例的通知
保监发[2004]94号	关于保险公司投资可转换公司债券有关事项的通知
保监发[2004]156号	关于保险公司、保险资产管理公司投资保险公司次级定期债务的通知
保监发[2005]72号	保险机构投资者债券投资管理暂行办法
保监发[2005]13号	关于保险机构投资者股票投资交易有关问题的通知
保监发[2005]14号	关于保险机构投资者股票投资有关问题的通知
保监发[2006]98号	关于保险机构投资者投资商业银行股权的通知
保监会令[2006]1号	保险资金间接投资基础设施项目试点管理办法
保监会令[2007]2号	保险资金境外投资管理暂行办法
保监发[2007]44号	关于股票投资有关问题的通知
保监发[2007]53号	保险资金间接投资基础设施债权投资计划管理指引（试行）

保险资金运用监管政策演变——全面放开债券投资

- 2009年，放开无担保信用债投资，但仅限于AAA发行人，并对投资比例和单一企业、单期债券进行了严格控制。
- 2010年，随着《关于调整保险资金投资政策有关问题的通知》和《保险资金运用管理暂行办法》的出台，首次对保险资金大类资产配置进行了统一规定，其中对有担保信用债投资比例不再做上限控制，无担保信用债评级放宽至AA。
- 2012年，《保险资金投资债券暂行办法》中将有担保信用债发行人评级放宽至A，无担保债券投资比例由不超过总资产的15%放宽到50%。2014年进一步放宽无担保信用债评级，仅对AA及以下评级做比例限制。

保险资金投资监管政策文件梳理（2009-2011年）

文件号	文件名
保监发[2009]41号	关于印发《基础设施债权投资计划产品设立指引》的通知
保监发[2009]42号	关于增加保险机构债券投资品种的通知
保监发[2009]43号	关于保险资金投资基础设施债权投资计划的通知
保监发[2009]45号	关于规范保险机构股票投资业务的通知
保监发[2009]105号	关于债券投资有关事项的通知
保监发[2009]132号	关于保险机构投资无担保企业债券有关事宜的通知
保监发[2010]66号	关于调整保险资金投资政策有关问题的通知
保监会令[2010]9号	保险资金运用管理暂行办法
保监发[2010]79号	中国保监会关于印发《保险资金投资股权暂行办法》的通知
保监发[2010]80号	中国保监会关于印发《保险资金投资不动产暂行办法》的通知
保监发[2012]58号	中国保监会关于印发《保险资金投资债券暂行办法》的通知

资料来源：保监会，中金公司研究

保险资金运用监管政策演变——债权计划的盛宴

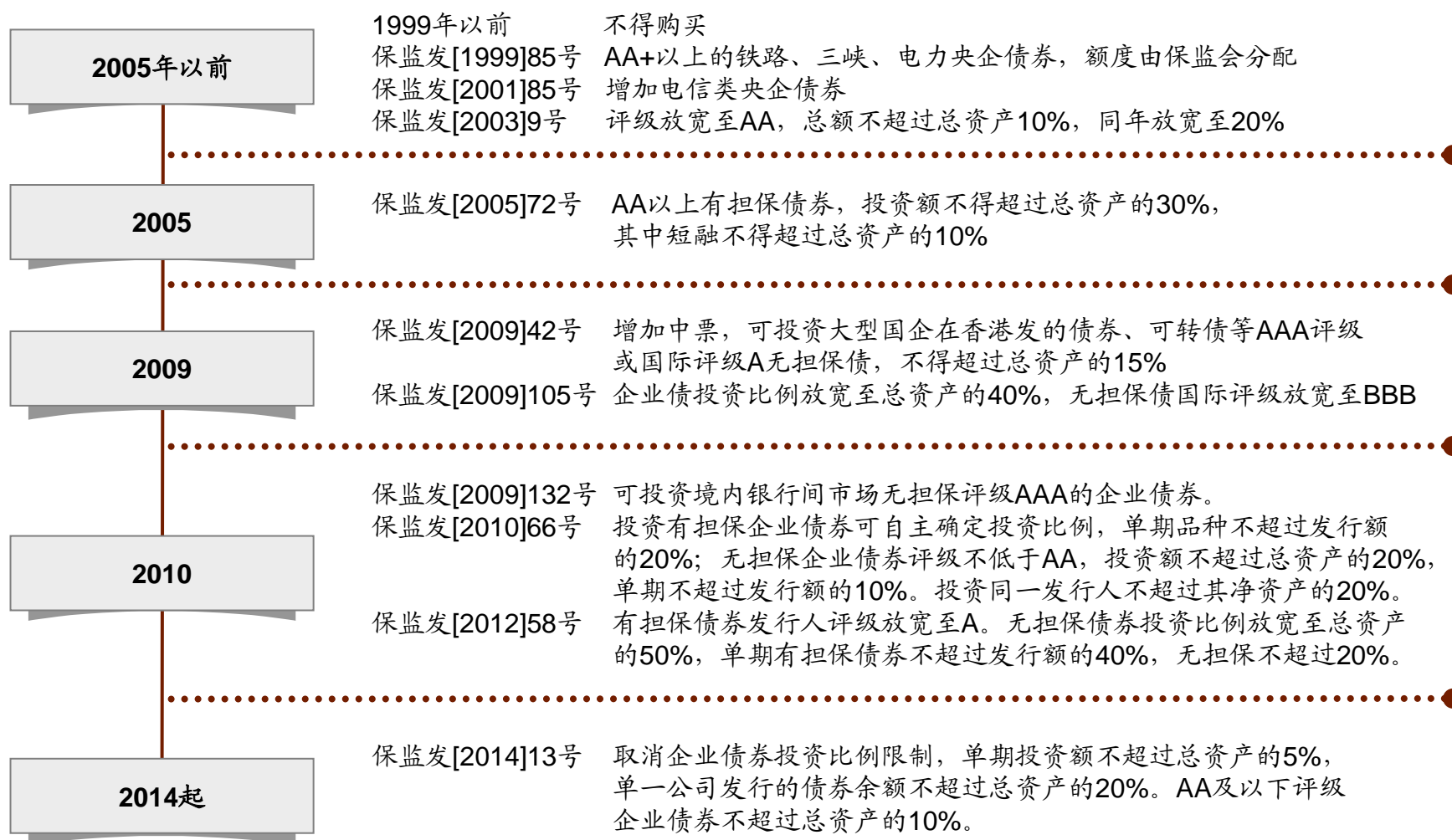
- 2012年以来，陆续增加股权、不动产、股指期货、衍生品、优先股、创投等投资，扩大蓝筹股投资比例等，保险行业进入全牌照经营时代，保险资金投向充分多元化。更重要的是，当年扩大投资理财、信托等金融资产投资比例，加上《基础设施债券投资计划管理暂行规定》的出台以及2013年债权计划发行由核准制改为备案制，债权计划类产品进入蓬勃发展阶段。

保险资金投资监管政策文件梳理（2012-2014年）

文件号	文件名
保监发[2012]59号	关于保险资金投资股权和不动产有关问题的通知
保监发[2012]91号	关于保险资金投资有关金融产品的通知
保监发[2012]92号	关于印发《基础设施债权投资计划管理暂行规定》的通知
保监发[2012]93号	关于印发《保险资金境外投资管理暂行办法实施细则》的通知
保监发[2012]94号	关于印发《保险资金参与金融衍生产品交易暂行办法》的通知
保监发[2012]95号	关于印发《保险资金参与股指期货交易规定》的通知
保监发[2013]61号	中国保监会关于加强保险资金投资债券使用外部信用评级监管的通知
保监资金[2013]93号	关于债权投资计划注册有关事项的通知
保监发[2014]1号	中国保监会关于保险资金投资创业板上市公司股票等有关问题的通知
保监发[2014]13号	中国保监会关于加强和改进保险资金运用比例监管的通知
保监发[2014]38号	关于保险资金投资集合资金信托计划有关事项的通知
保监发[2014]80号	中国保监会关于保险资金投资优先股有关事项的通知
保监发[2014]101号	中国保监会关于保险资金投资创业投资基金有关事项的通知
保监发[2015]33号	中国保监会关于调整保险资金境外投资有关政策的通知
保监发[2015]64号	中国保监会关于提高保险资金投资蓝筹股票监管比例有关事项的通知
保监发[2015]85号	中国保监会关于印发《资产支持计划业务管理暂行办法》的通知
保监发[2015]89号	中国保监会关于设立保险私募基金有关事项的通知

资料来源：保监会，中金公司研究

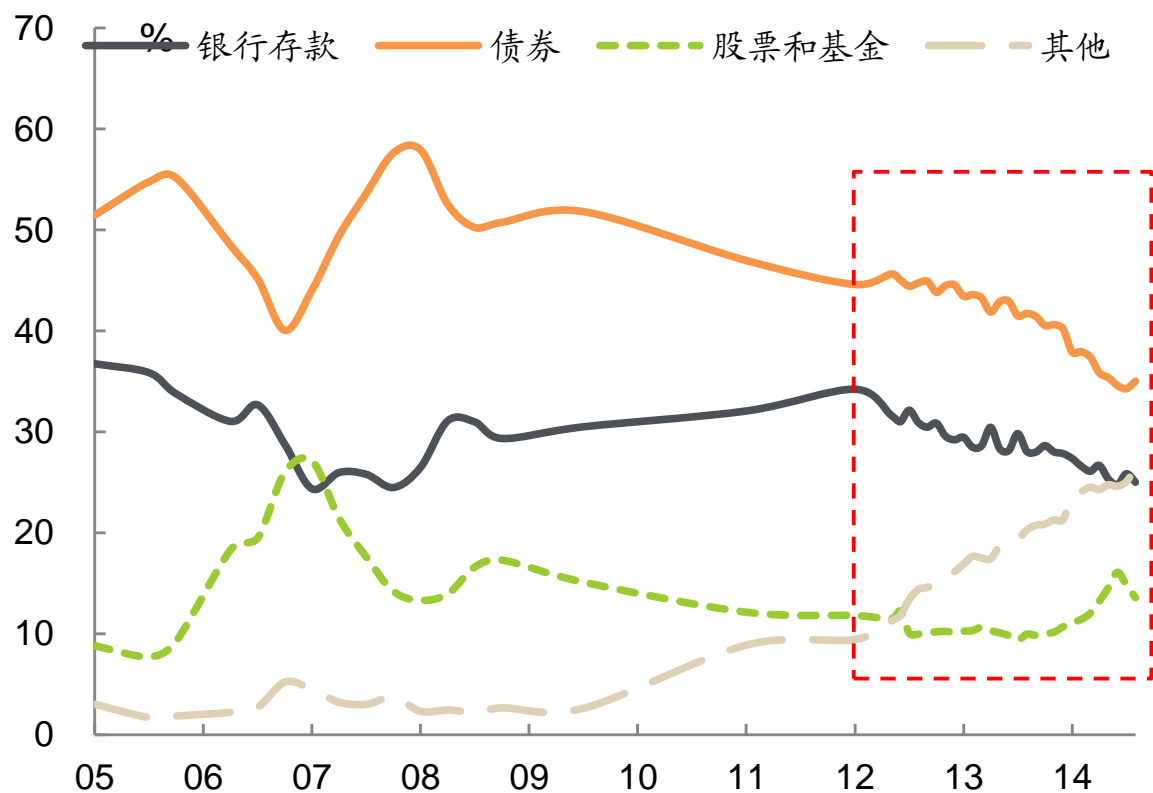
信用债监管政策演变



保险资金运用监管政策调整影响——债权计划占比快速上升

- 2010年及以前，保险投资股票余额不得超过总资产的5%，投资基金不得超过15%。2010年改为两者合计不得超过总资产的20%。2014年该两项合计投资比例上调至30%，在2014年下半年至2015年上半年股市表现良好的一年内，也看到了保险增持权益类资产配置的特征。
- 另外，其他类投资表现得更接近于政策调控影响，直至2010年规定投资基础设施等债权计划余额不得超过总资产的10%，2012年出台基础设施投资计划管理规定和指引等，这类投资占比才开始上升。2013年债权计划产品由注册制改为备案制，2014年将投资比例调整至总资产的30%，极大地刺激了这类投资热情。

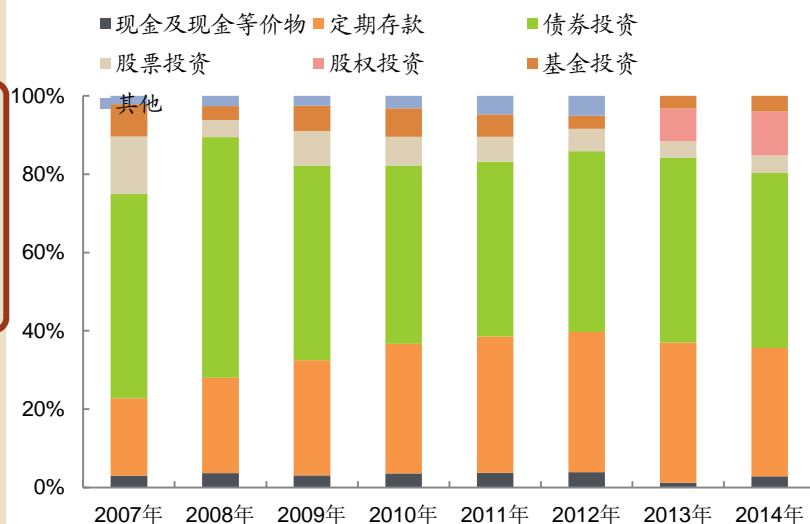
2005年以来保险投资比例走势



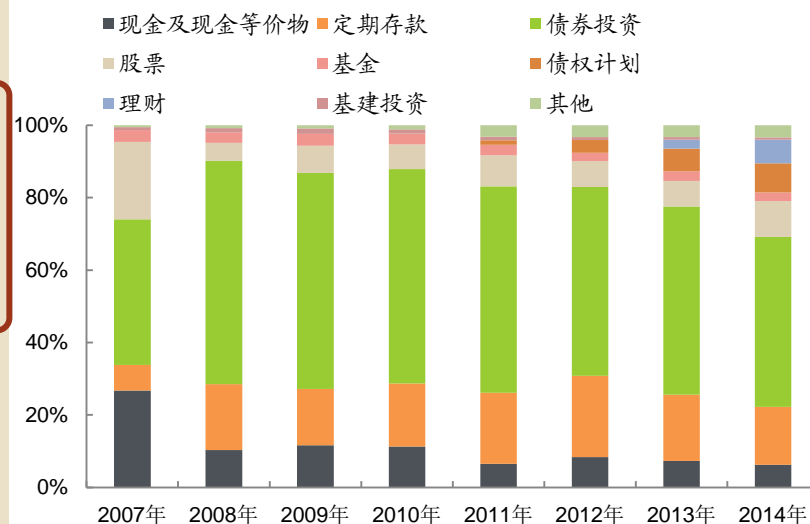
资料来源：万得资讯,中金公司研究

四大保险上市公司资金运用走势

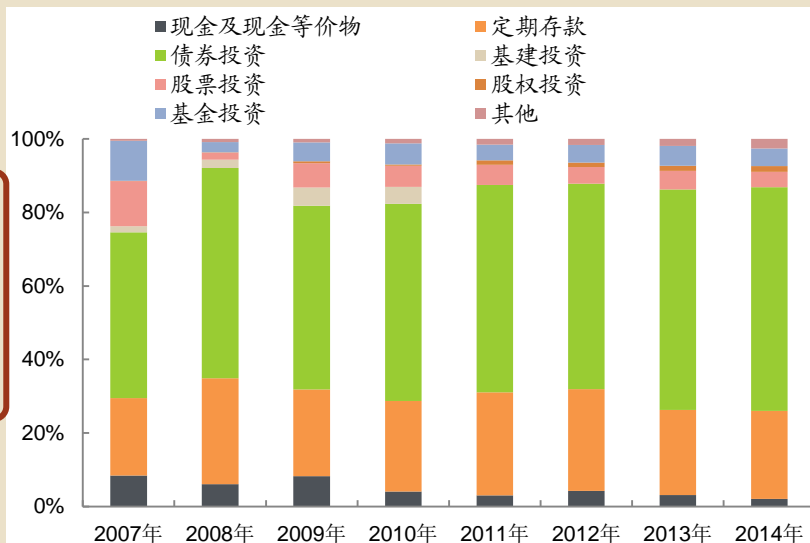
人
寿



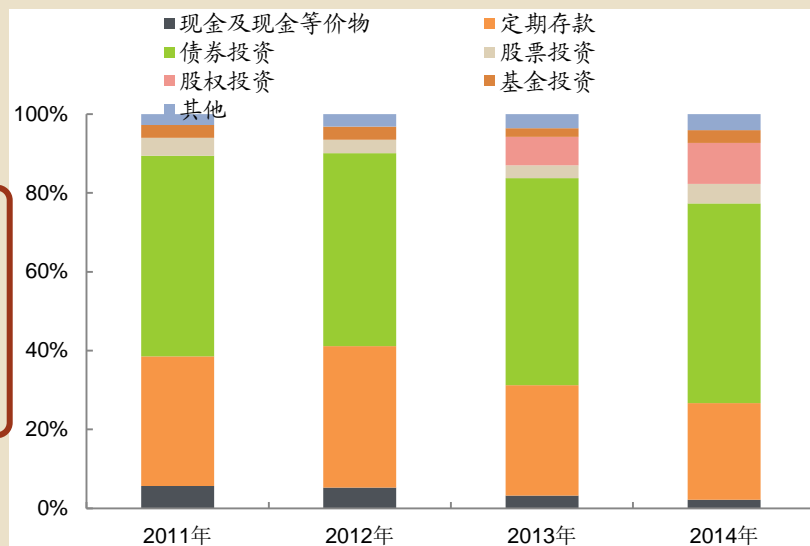
平
安



人
保



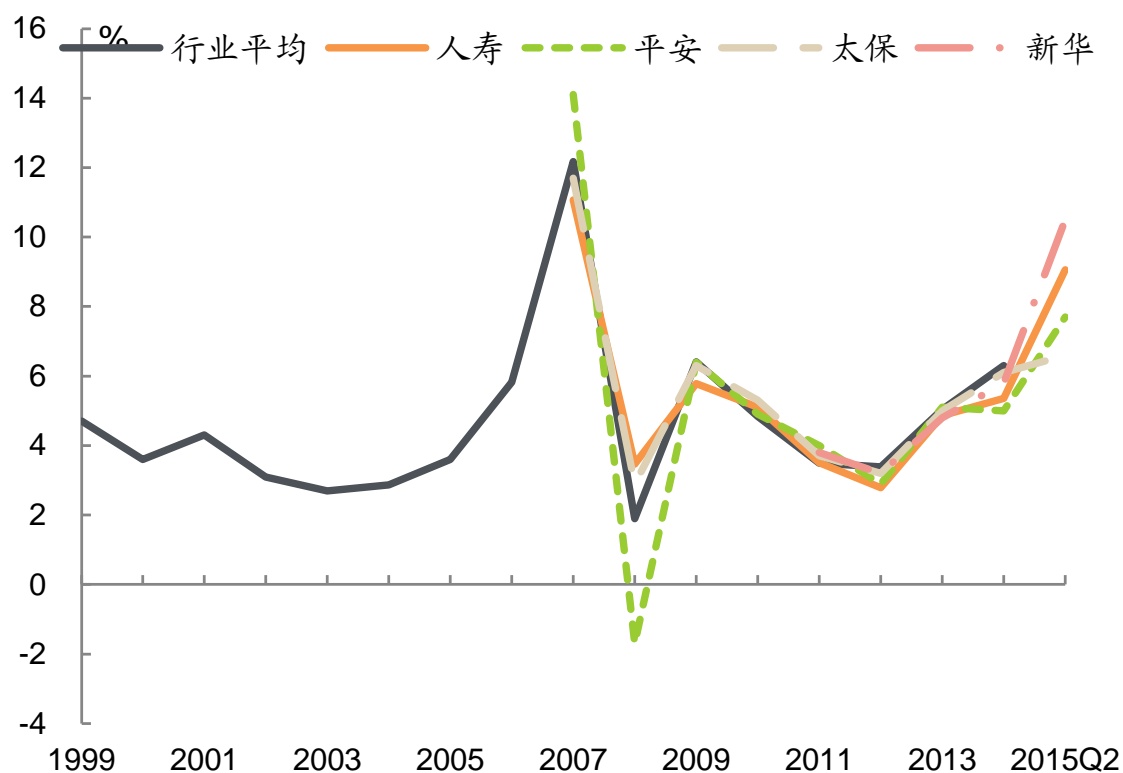
新
华



保险资金运用监管政策调整影响——投资收益率变化

- 保险资金投资收益率一方面与投资资产收益率市场表现有关。例如2007年股票牛市，行业及各公司投资收益率都超过10%。另一方面与投资资产类型也有较大关系，例如13年以来债权计划、非标等投资限制放松，行业整体投资收益率明显上升。
- 分公司看，人寿定期存款投资较多，收益最为稳定；而平安股权类投资较多，比较激进，收益波动幅度最大，其中07年股权投资比例超过20%，虽然08年底缩减至不到5%，但在减仓过程中还是受到股市大幅冲击，全年收益率为负。

2005年以来保险投资收益率走势



资料来源：万得资讯,中金公司研究

保险资金运用类别最新规则

中国保监会关于加强和改进保险资金运用比例监管的通知（保监发〔2014〕13号）

流动性资产

- 境内：现金、货基、银行活期存款、银行通知存款、货币市场类保险资产管理产品和剩余期限不超过1年的政府债券、准政府债券、逆回购协议。
- 境外：银行活期存款、货基、隔夜拆出和剩余期限不超过1年的商业票据、银行票据、大额可转让存单、逆回购协议、短期政府债券、政府支持性债券、国际金融组织债券、公司债券、可转换债券。

固定收益类资产

- 境内：银行定期存款、银行协议存款、债基、固定收益类保险资产管理产品、金融/非金融企业（公司）债券和剩余期限在1年以上的政府债券、准政府债券。
- 境外：银行定期存款、具有银行保本承诺的结构性存款、固定收益类证券投资基金和剩余期限在1年以上的政府债券、政府支持性债券、国际金融组织债券、公司债券、可转换债券。

权益类资产

- 上市：境内上市股票、股票型基金、混合型基金、权益类保险资产管理产品。境外上市普通股、优先股、全球存托凭证、美国存托凭证和权益类证券投资基金。
- 非上市：未上市企业股权、股权投资基金等相关金融产品。

不动产类资产

- 境内：不动产、基础设施投资计划、不动产投资计划、不动产类保险资产管理产品及其他不动产相关金融产品等。
- 境外：商业不动产、办公不动产和房地产信托投资基金（REITs）。

其他金融资产

- 境内：商业银行理财产品、银行业金融机构信贷资产支持证券、信托公司集合资金信托计划、证券公司专项资产管理计划、保险资产管理公司项目资产支持计划、其他保险资产管理产品。
- 境外：不具有银行保本承诺的结构性存款。

保险可投资资产比例最新规则

中国保监会关于加强和改进保险资金运用比例监管的通知（保监发〔2014〕13号）

流动性资产

- 无限制。
- 重点监测：流动性资产与剩余期限在1年以上的政府债券、准政府债券（固定收益类资产）账面余额合计超过上季末总资产的5%，财险为7%。

固定收益类资产

- 无限制。
- 重点监测：AA及以下评级债券账面余额合计占公司上季末总资产的比例超过10%。

权益类资产

- 账面余额合计不超过保险机构上季末总资产的30%，且重大股权投资账面余额不高于上季末净资产，不包括自有资金投资的保险类企业股权。
- 重点监测：账面资产超过上季末总资产的20%。

不动产类资产

- 账面余额合计不超过保险机构上季末总资产的30%。不包括自用性不动产，不过自用性不动产账面余额不超过公司上季末净资产的50%。
- 重点监测：账面资产超过上季末总资产的20%。

其他金融资产

- 其他金融资产账面余额不高于保险机构上季末总资产的25%。
- 重点监测：账面资产超过上季末总资产的15%。

- 投资单一固定收益类资产、权益类资产、不动产类资产、其他金融资产的账面余额，均不高于本公司上季末总资产的5%。投资境内的中央政府债券、准政府债券、银行存款，重大股权投资和以自有资金投资保险类企业股权，购置自用性不动产，以及集团内购买保险资产管理产品等除外。
- 投资单一法人主体的余额，合计不高于本公司上季末总资产的20%。投资境内的中央政府债券、准政府债券和以自有资金投资保险类企业股权等除外。
- 境外投资合计不得超过上季末总资产的15%，超过10%后重点监测。

保险机构偿付能力监管——基本原则

- 除了前文所述对保险机构投资资产类别的比例进行严格控制外，保监会还按照偿付能力充足率将保险机构分类（保监会令(2003)1号），间接控制保险机构投资各类资产比例。
- 保监会使用偿付能力充足率约束保险机构投资高风险资产的比例，主要体现在两个方面：
 1. 风险越高的资产认可比例越低，因此投资越多高风险资产，会导致偿付能力充足率下降。
 2. 偿付能力低于150%的保险机构不得投资股票、债权计划、信托等资产。

实际资本

- 实际资本=认可资产-认可负债，根据保监会有关规定予以确认。
- 认可资产适用列举法，基本原则是资产风险性越高，认可价值比例越低（见下文）。
- 认可负债基本包括所有负债和或有负债，比较特别的有两项，一是次级债，剩余年限在1年、2年、3年、4年、4年以上的分别按80%、60%、40%、20%、0%确认为认可负债。二是对外保证担保形成的预计负债认可价值不低于担保金额。

最低资本

- 最低资本主要与保费结构有关：
 - ✓ 财险公司： $\max\{\text{自留保费减营业税及附加后1亿元以下部分18\%和1亿元以上部分16\%}, \text{最近3年平均综合赔款金额0.7亿元以下部分26\%和0.7亿元以上部分23\%}\}$ 。
 - ✓ 寿险公司：1年以上和以内分别计算后合计。其中1年以内的计算方式如财险公司；1年以上的最低资本为两项之和，一是投连险期末寿险责任准备金的1%和其他品种准备金4%，二是保险期小于3年的定期死亡保险风险保额0.1%，3到5年的0.15%，超过5年的0.3%。

偿付能力充足率

- 偿付能力充足率=实际资本/最低资本，类似银行资本充足率。
- 保监会根据偿付能力状况将保险公司分为三类，低于100%的为不足类，100%~150%为充足I类，超过150%的为充足II类。其中不充足的公司需增加资本金、限制股东分红、限制增设分支机构、限制业务范围、责令转让保险业务等。充足I类企业需提交和实施预防偿付能力不足计划。
- 保险公司可通过发行4年期以上次级债券补充偿付能力充足率。

保险机构偿付能力监管——认可资产

保险投资资产可计入认可资产的比例

资产	资质	认可比例
协议存款	存放国有独资商业银行和资本充足率不低于8%的非国有独资商业银行	100%
	资本充足率低于8%的非国有独资商业银行	90%
金融债券	发行人为政策性银行、国有独资商业银行和资本充足率不低于8%的非国有独资商业银行	100%
	资本充足率低于8%的非国有独资商业银行	90%
	非银行金融机构发行的信用评级AA及以上	100%
	非银行金融机构发行的信用评级AA以下	90%
无担保企业债	AAA	100%
	AA及以上但低于AAA	95%
	AA以下	85%
次级债	发行人为偿付能力充足率100%及以上的保险机构	100%
	偿付能力充足率低于100%的保险机构	90%
	资本充足率不低于8%的商业银行	100%
	资本充足率低于8%的商业银行	90%
固定收益类集合资金信托计划	AAA	90%
	AA及以上但低于AAA	85%
	A及以上但低于AA	75%
	A以下或没有评级	非认可资产
权益类集合资金信托计划		75%
基础设施债权投资计划	AA及以上	100%
	AA以下	95%
股票		账面价值与市 值孰低

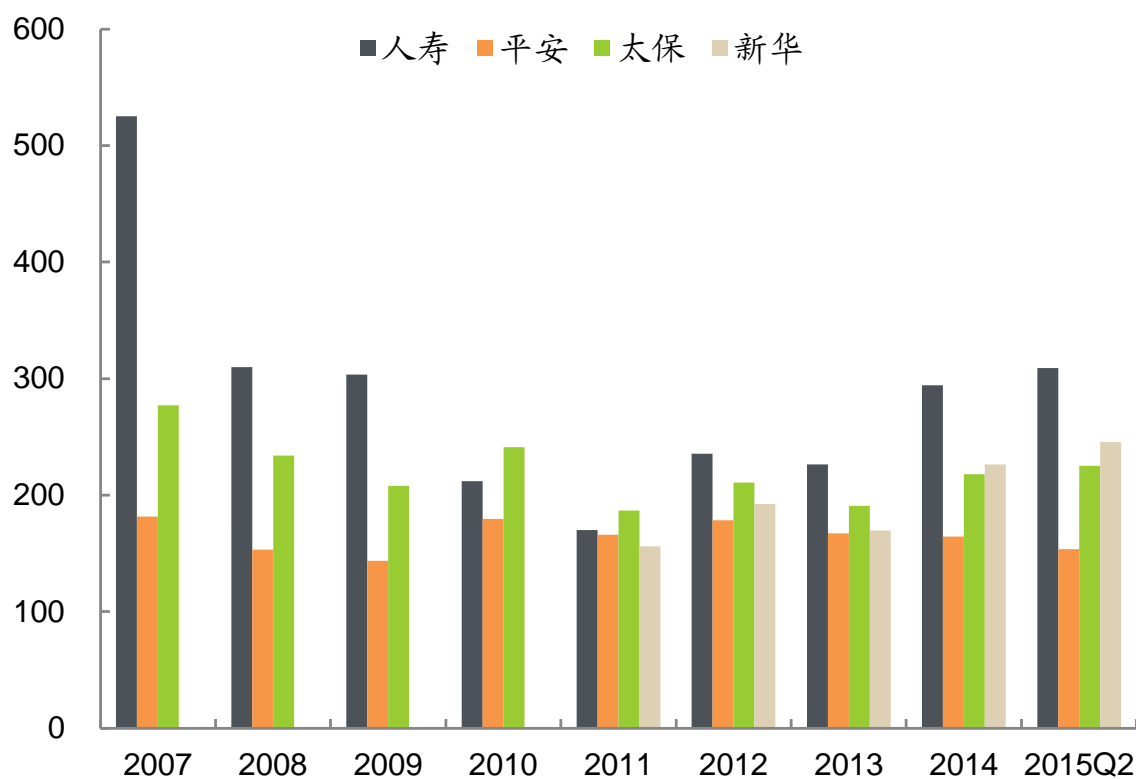
资产	资质	认可比例
基金	股票基金	95%
	债券基金	98%
	货币基金	100%
	混合基金	95%
	股票分级基金A	96%
	股票分级基金B	90%
	债券分级基金A	99%
	债券分级基金B	95%
保险资管产品	权益类	95%
	固定收益类	98%
	另类	85%
	混合类	90%
理财产品（保本型）	AA及以上	100%
	AA以下	90%
理财产品（不保本型）	AAA	95%
	AA及以上但低于AAA	90%
	A及以上但低于AA	80%
	A以下或没有评级	非认可资产
未上市企业股权投资		85%
投资基金	如有明确投资回报和本金回收机制	90%
中国企业境外发行的债券	国际评级BBB及以上	100%
	BBB以下	90%
境外政府债券	主权评级AA及以上	98%
	A及以上但低于AA	95%
	BBB及以上但低于A	85%
	BBB以下	非认可资产

资料来源：万得资讯,中金公司研究

保险机构偿付能力监管——企业状况

- 保险机构每季度需编制偿付能力充足报告。从四大上市保险公司经营报告看，每家公司偿付能力充足率都超过150%，均为充足II类。具体而言，平安偿付能力充足率最低，一直在150%左右，人寿除2011年外都超过200%，资本吸收损失能力很强。
- 偿付能力充足率低的企业，一方面与其参与较多权益、非标等高收益资产有关，这类资产可计入认可资产的比例较低；另一方面与其负债率高也有一定关系，目前人寿、太保资产负债率都维持在85%左右，平安和新华则突破90%。这类企业资金投资效率较高，但同时对其资本补充能力和风险控制能力提出较高要求。

四大保险上市公司偿付能力充足率



资料来源：万得资讯,中金公司研究

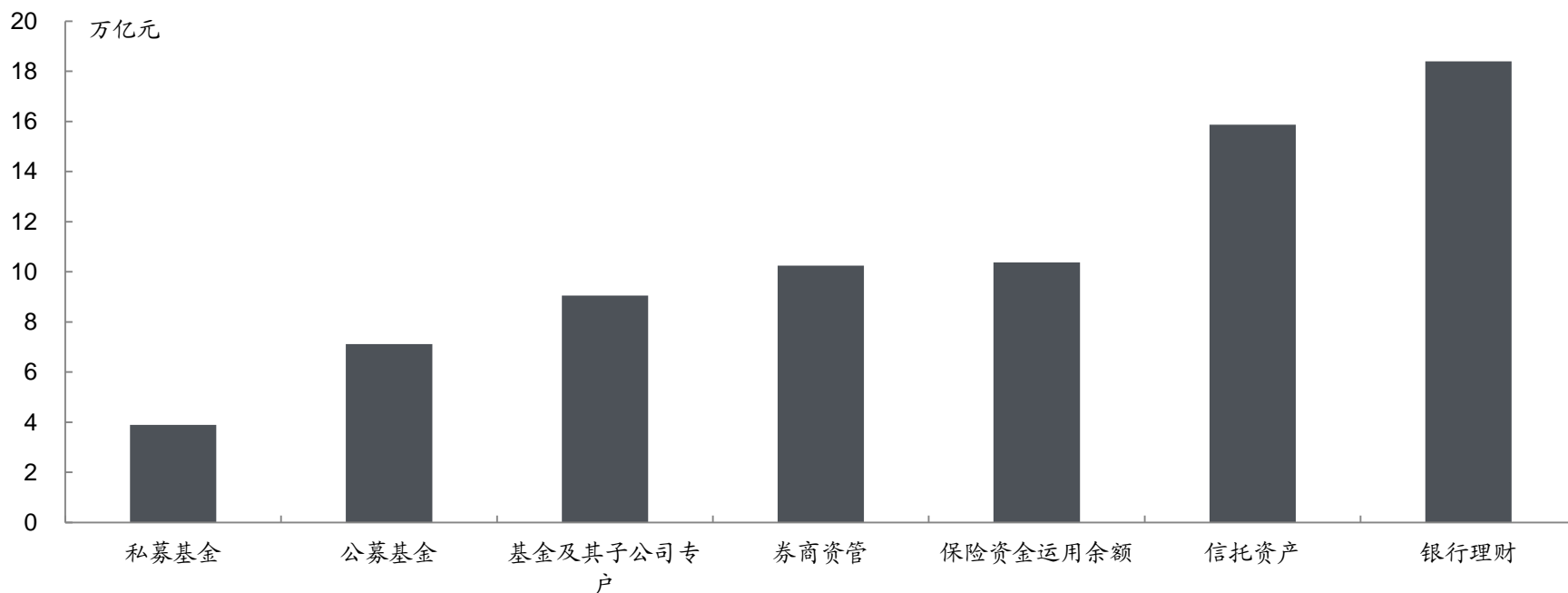
第四章

保险机构投资特征

保险与其他资管产品规模比较

- 保险资产主要由保费收入累积而成，目前已突破11万亿，是重要的金融机构之一。
- 不过，在我国利率市场化过程中，理财、信托等产品设计灵活，提早实现了实质的利率市场化。而保险行业监管严格，“保险费率不得突破2.5%”的监管红线在控制成本同时也削弱了保险产品的竞争力。另外，保险可投资范围严格控制在流动性强、低风险低收益类资产中，导致保险行业投资收益率也明显低于其他行业。成本和收益都难以提高，使得保险行业在本轮大资管竞争中发展速度明显落后于理财和信托。

保险资产与其他资管产品的规模比较（截至2015年6月末）

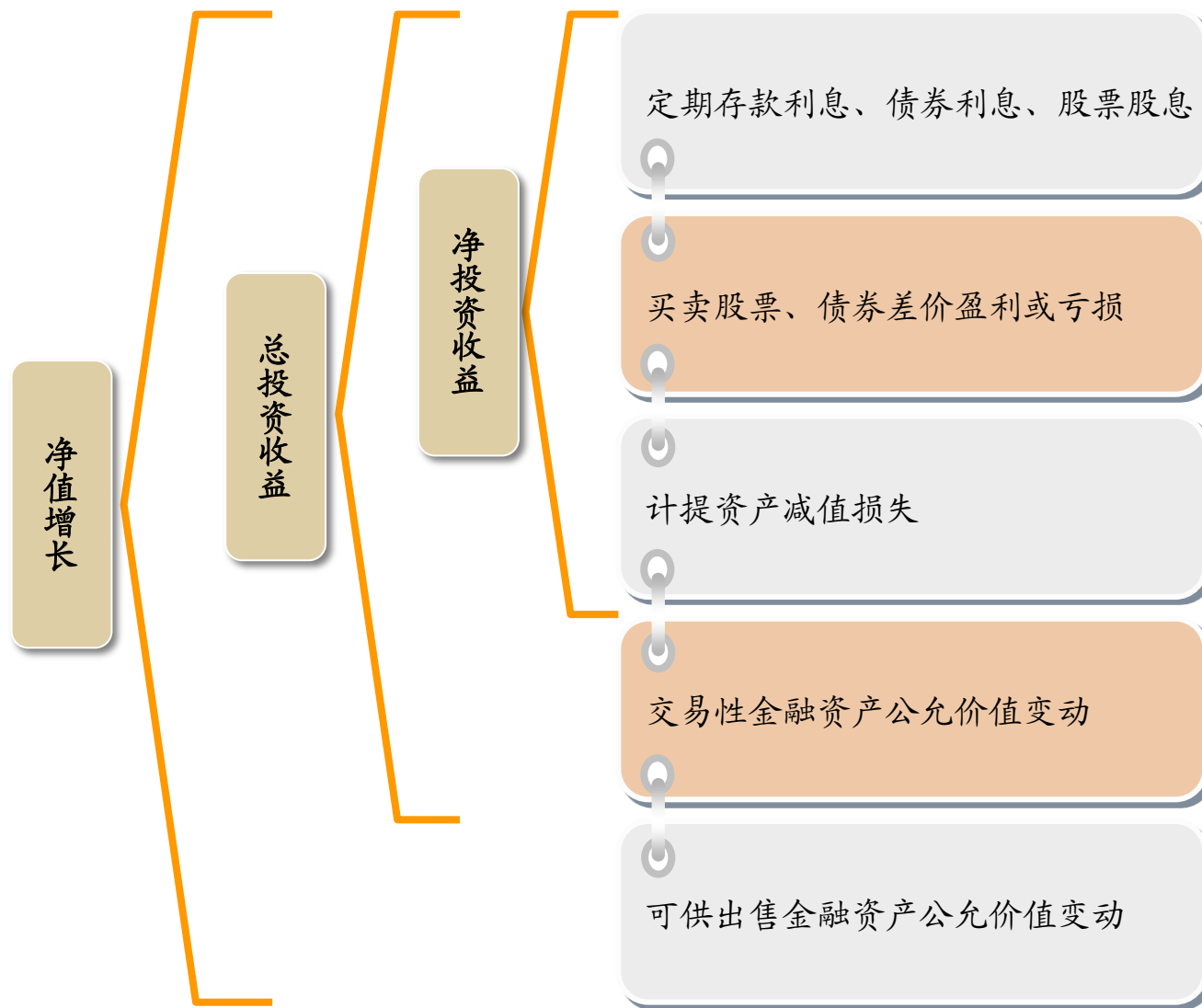


资料来源：万得资讯,中金公司研究

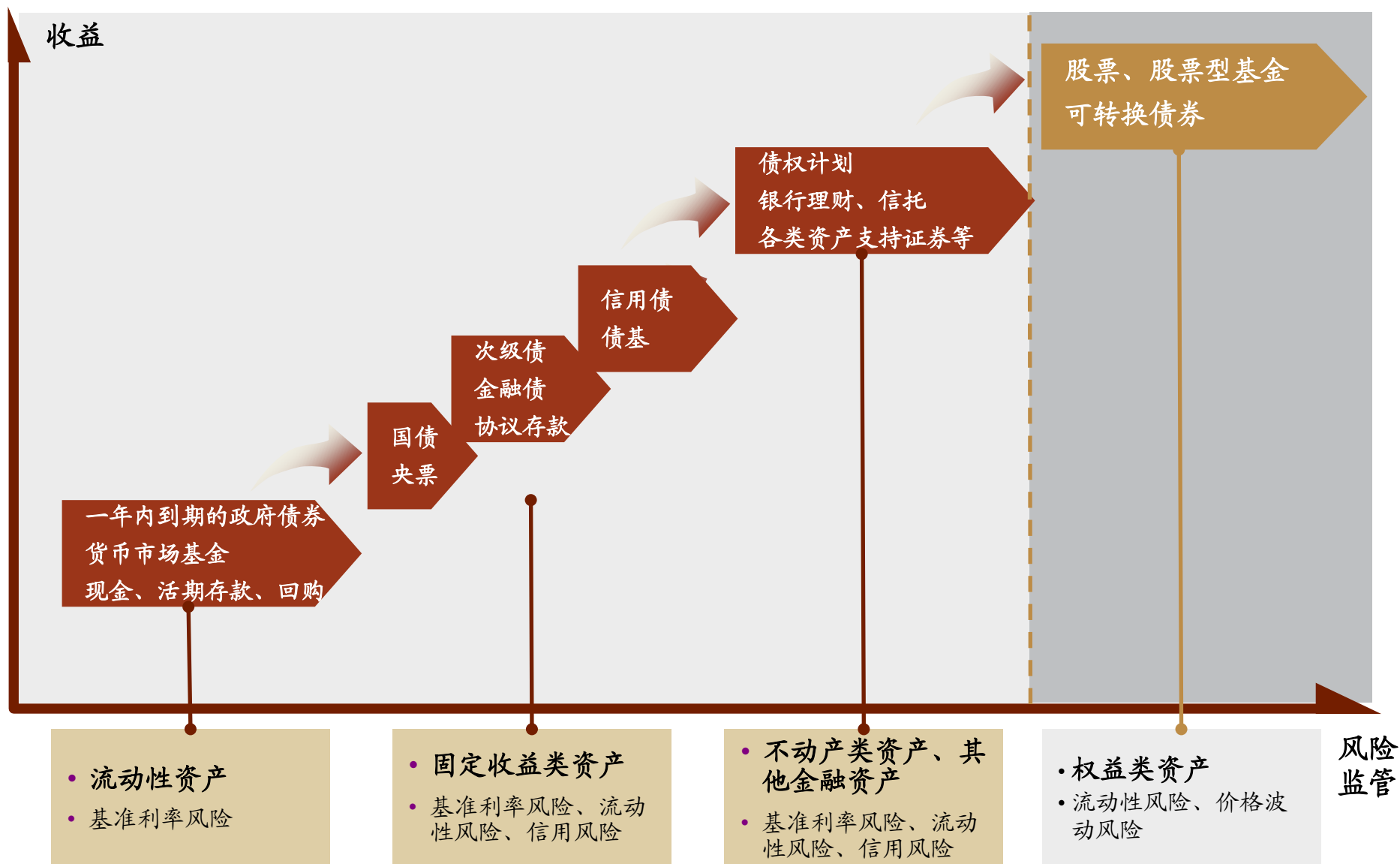
保险投资收益率概念

保险投资收益率

- 保险投资收益率即投资收益与总投资资金之间的比例，根据投资收益口径从小到大分为三类，即净投资收益率、总投资收益率和净值增长。
- 目前保险公司仅披露前两种收益，都属于利润表范畴，净值增长与总投资收益之间的差异是可供出售金融资产公允价值变动，这一项直接反映在“资本公积”中。一般意义上，使用总投资收益率也可以对保险投资收益率进行描述。



保险机构可投资资产对比



保险机构投资特征

监管严格

- 如前所述，保监会对于保险资金运用一直有着严格的监管，包括资产配置品种、比例、单期占比、杠杆操作等都有明确的规定。
- 随着利率市场化的推进和保险机构投资能力的增强，保监会逐步放宽松管，可投资品种日益丰富，不过对高风险的股权、非标、不动产等投资仍保留严格控制。

注重大类资产配置

- 经过多年的政策调整和探索，保险机构可投资资产多元化程度大幅提升，目前已可以投资从银行存款到债权计划、信托等非标产品的全系列品种。
- 相比单一品种的投资比例，保险机构更注重大类资产配置，把握资产轮动节奏获取超额收益。



久期长

- 由于保险资金主要来自保费累积，而保费结构中长久期的人身险品种较多，为实现资产负债期限匹配，保险机构投资也以长久期品种为主。
- 为应付赔付支出、运营管理费用等，保险公司也会配备一定的银行存款以保持流动性。

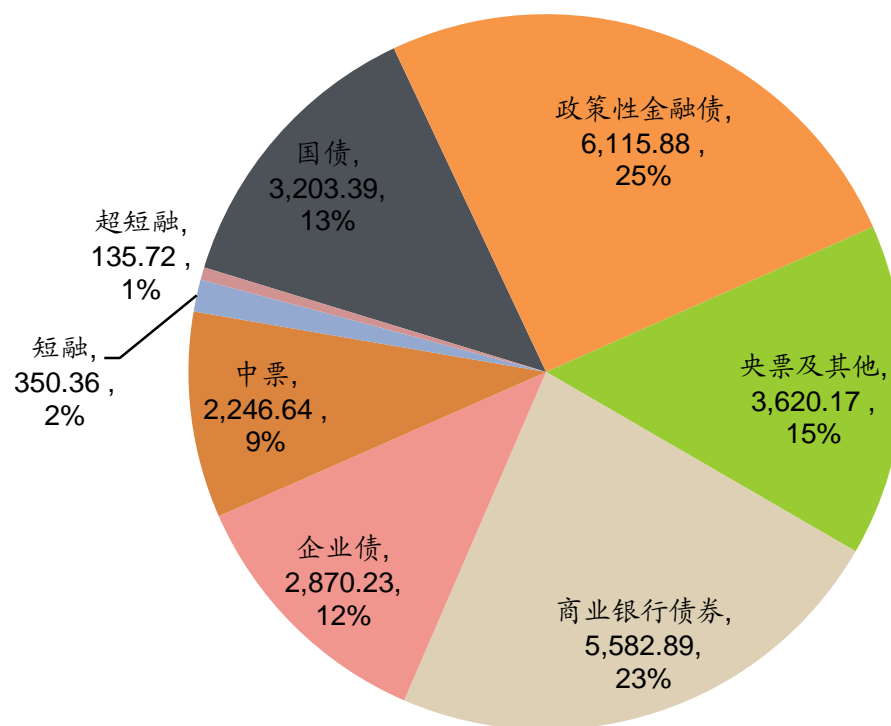
风险偏好低

- 保险具有保障性特征，因此保险机构投资风险偏好较低，对投资对象与交易结构的安全性要求较高。投资以配置为主，交易为辅，杠杆操作较少。
- 我国保险机构在风险偏好上与欧美等发达国家不同，这些国家的保险机构属于风险承担者，追求高收益资产。

保险机构投资特征——长久期资产为主

- 保险资金主要来自期限较长的寿险，资产负债匹配要求决定了保险机构投资以长久期配置型资产为主。在保险产品投资资产中，存款、债券、债权计划等主要品种都是长期资产。
- 以债券为例，目前保险机构资产中超过40%投向了债券，其中利率债、信用债大约各一半，信用债中绝大部分是商业银行债券、企业债、中票等长期品种，而短融和超短融占债券总投资额的比例始终未超过5%。

保险机构持有债券各品种占比

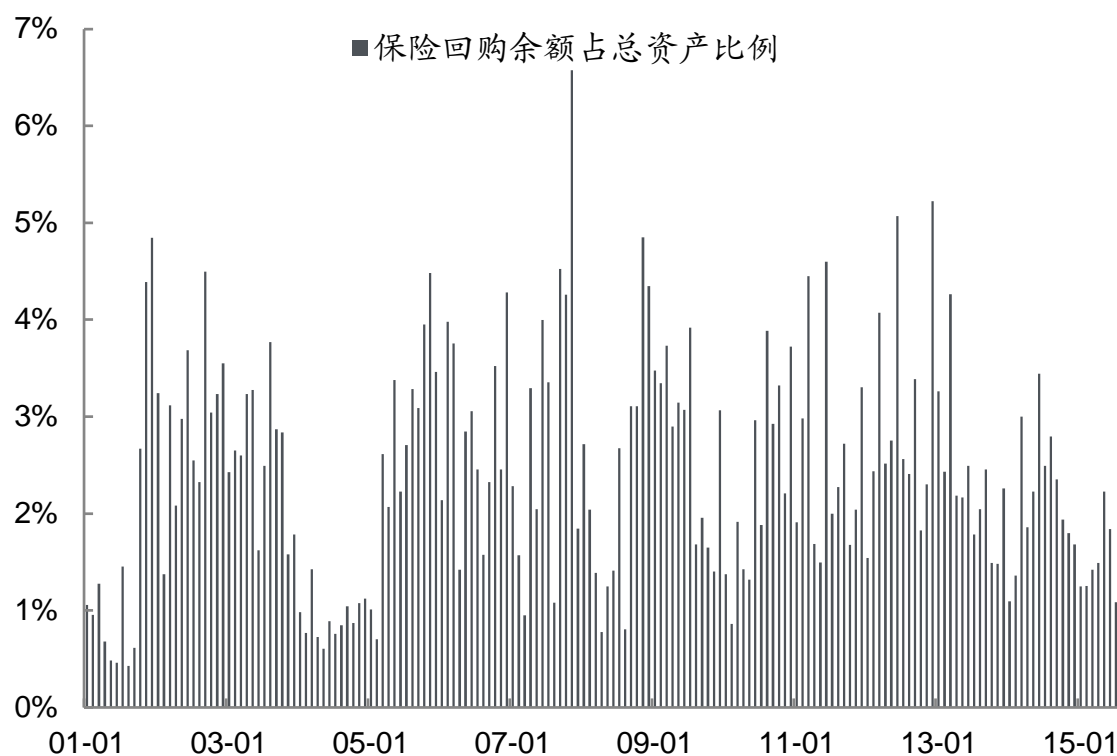


资料来源：中债登，上清所，万得资讯，中金公司研究

保险机构投资特征——风险偏好低

- 保险机构低风险特征除了对高收益资产配置比例和单笔投资比例严格控制外，融资加杠杆比例也明显较低：
 - ✓ 一方面，保监会对保险机构融资杠杆有严格的监管：2009年保监会发布《关于加强保险机构债券回购业务管理的通知》（保监发[2009]106号），规定保险机构偿付能力达到监管规定的，融入资金余额不得超过其上季末总资产的20%，偿付能力未达到监管标准的，不得超过10%，其中总资产扣除融入资金。此外，向单个交易对手融出资金余额不得超过该保险机构上季末净资产的20%，也不得超过交易对手上年末净资产的20%。
 - ✓ 实际上，根据中债登数据，保险机构在银行间市场上回购余额占总资产的比例从未达到10%，今年以来基本只有2%左右，保险机构对于杠杆的实际风险控制比监管规定更为严格。

保险投资债券占债券总托管量和保险可运用资金的比例



资料来源：中债登, 万得资讯, 中金公司研究

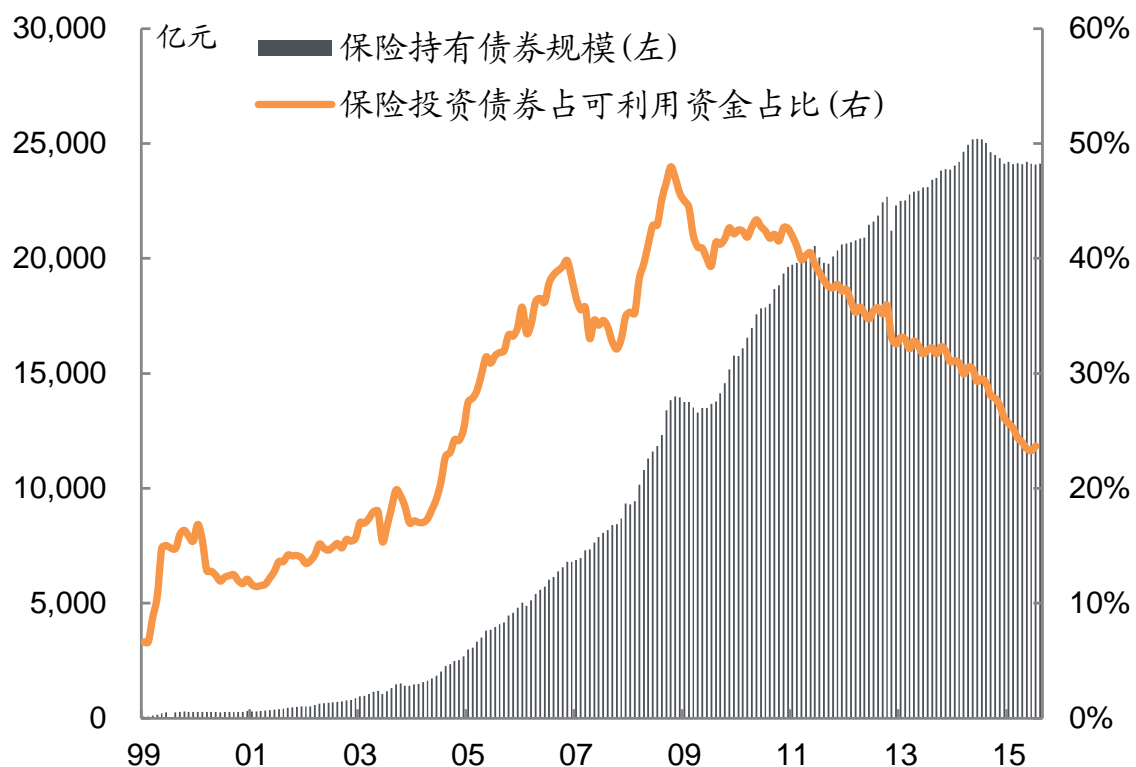
第五章

保险的债券市场投资

保险资金投资于债券类资产的比例近年逐步下降

- 由于债券投资监管强度仅高于存款，为追求高收益，保险机构逐步增加对债券的投资。而随着2011年开始协议存款利率走高，以及2013年以来保监会对债权计划等高收益资产投资比例的放宽，保险机构逐步减少了对债券的投资。
- 整体看，如果不考虑保险通过债基间接投资债券。以中债登和上清所托管数据看，2015年以前保险投资债券绝对规模总体呈上升趋势，比例先上后下。不过2015年以来，保险投资债券绝对规模出现下降，目前稳定在2.4万亿左右，占可利用资金的比例还不到25%。
- 保监会针对债券投资比例上限无限制，仅对AA及以下无担保信用债投资比例上限为10%。根据前文中保监会公布的保险机构投资资产比例，15年7月末保险投资债券比例占总资产的比例为35%，理论上保险机构增持债券空间还比较大。

保险投资债券规模及占可运用资金比例

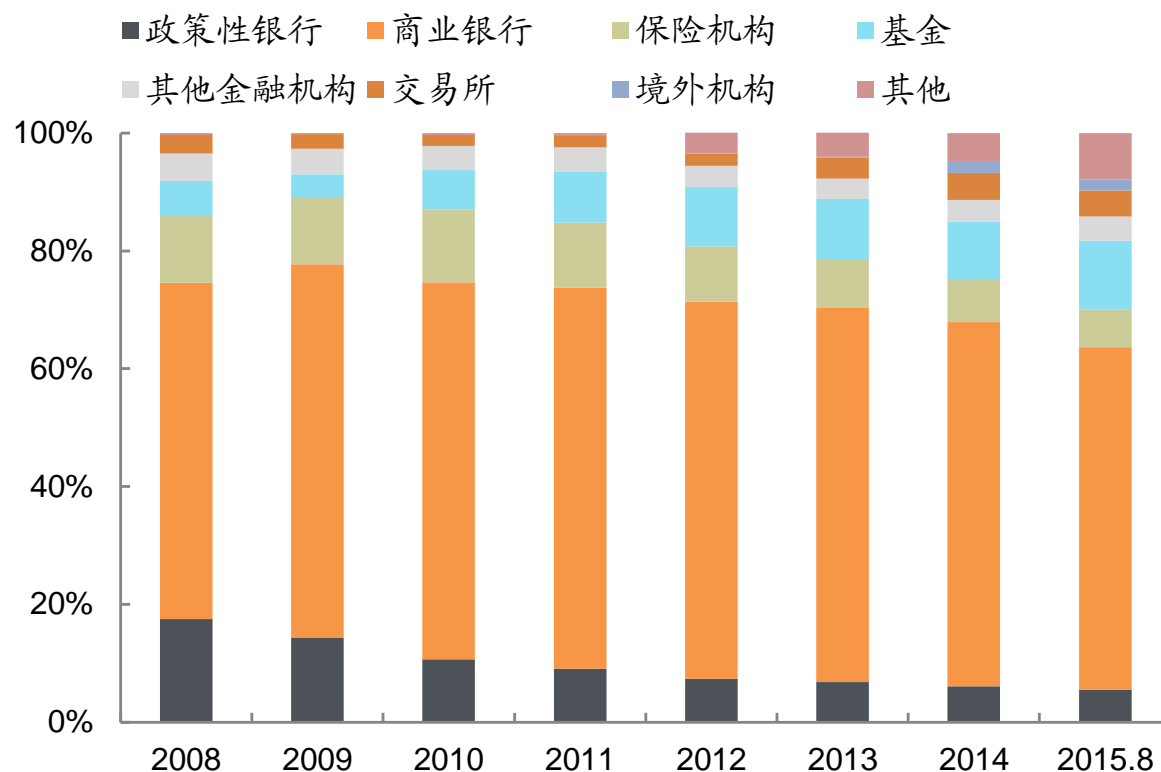


资料来源：中债登，上清所，万得资讯，中金公司研究

保险在债券市场投资者结构中的占比也明显下滑

- 受到金融市场脱媒化和保险可投资范围扩大等因素的影响，近年来保险在债券市场的持有份额持续下降，而以银行理财为代表的广义基金的份额快速上升。
- 根据中债登和上清所托管数据，保险机构投资债券规模占总债券规模的比例在2011年以前逐年上升，于2011年3月达到历史最高12%。此后逐步下降，截至15年8月末只有6.5%。

保险在中国债券市场中的持有份额逐步下降

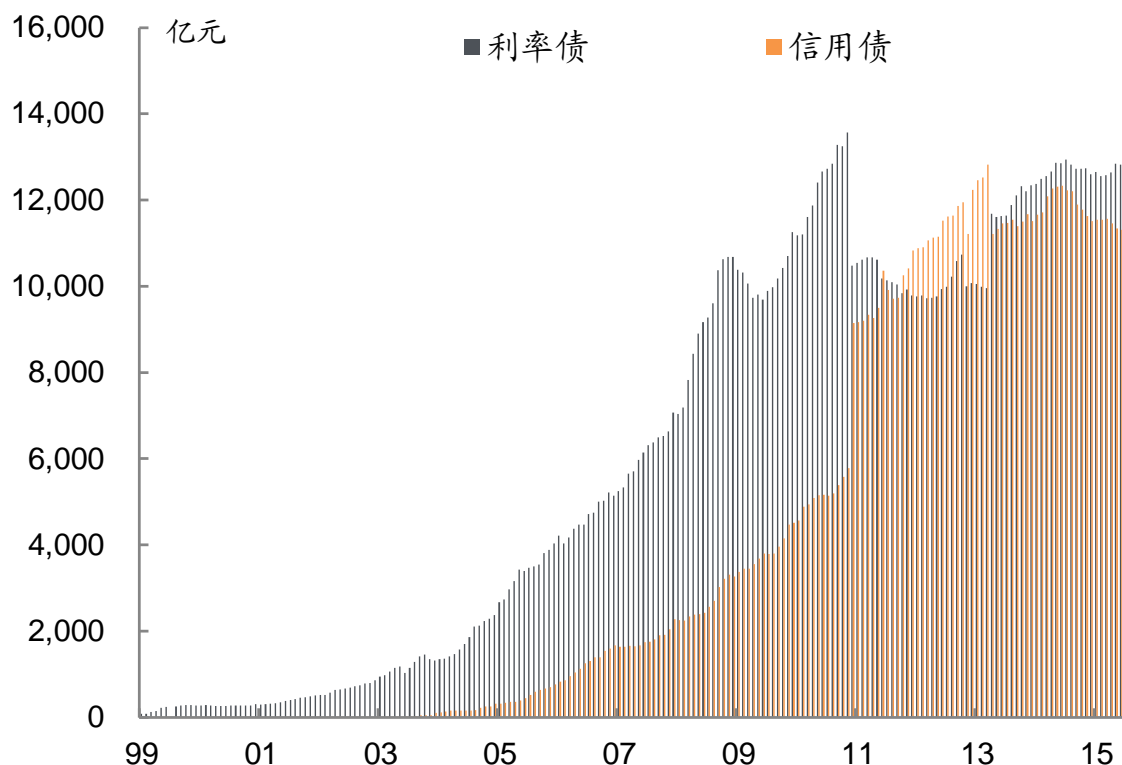


资料来源：中债登, 上清所, 万得资讯, 中金公司研究

在保险的债券投资结构中，信用债占比伴随监管放松而上升

- 伴随保监会放松信用债投资，为追求更高收益水平，保险机构投资信用债比例逐年上升，至2011年6月末超过50%。
- 2013年以来，信用利差压缩，加上14年底中证登要求跨市场企业债债项评级达到AAA才有质押回购资格，保险机构对信用债持仓量略有下降，不过绝对占比仍在45%以上。
- 截至2015年8月，保险直接持有利率债和信用债规模分别约为1.3万亿和1.1万亿，其中利率债包括国债、政策性银行债、央票，信用债包括企业债、公司债、短融、超短融、中票、商业银行债。

保险持有利率债和信用债规模比较

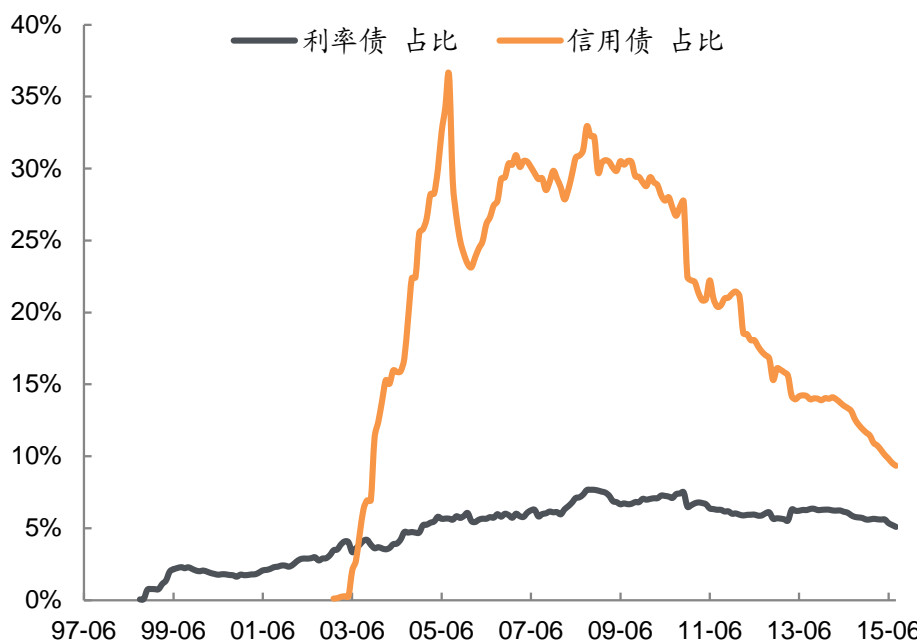


资料来源：中债登,上清所，万得资讯,中金公司研究

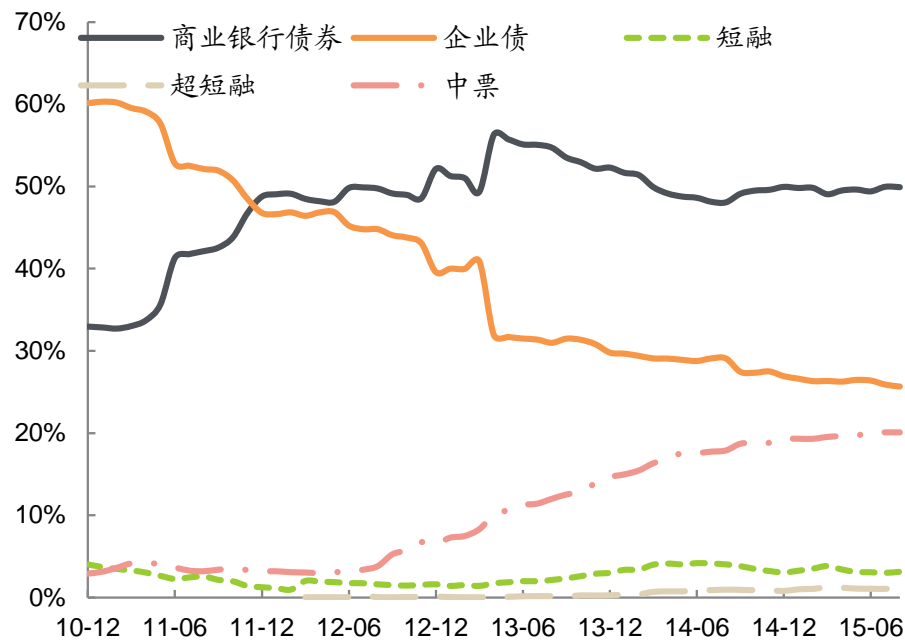
但近年保险对信用债增持速度明显慢于市场扩容速度

- 近几年信用债市场扩容，虽然保险机构持有信用债总量没有明显变化，但增持有限，因此占全市场信用债总量的比例下降明显，这也是保险机构在整个债券市场份额下降的主要原因。
- 信用债各品种中，又以企业债持仓份额下降最为明显，而商业银行债券和中票上的市场份额明显上升。保险在商业银行债券市场份额增加，主要是由于监管机构限制同类机构互持次级债，因此银行和保险之间具有互相持有次级债补充资本的需求。保险对中票的市场份额增加主要是伴随相关监管政策放松，另外企业债近年高度集中于城投债，中票的发行人群体更加多样化，资质也相对更好一些。

利率债、信用债中保险持有占比



保险机构持有各品种信用债站该品种总余额的比例



保险各类债券持有量及变化

■ 按照债券品种分类，保险持有利率债规模在2010年以前快速增长，此后基本维持在1~1.3万亿之间。信用债持仓量在2012年以前都呈上升趋势，不过2013年以来表现为净减少，其中企业债净减持最为明显，目前持仓量已经不足3000亿，相应的中票略有增加。

保险持有各类债券明细（单位：亿元）

		2000	2002	2004	2006	2008	2010	2011	2012	2013	2014	2015.8
利率债	国债	269.97	446.26	1,168.27	1,672.79	2,603.98	3,641.85	3,193.47	3,091.58	2,899.97	3,050.94	3,203.39
	占比	2.71%	2.74%	4.83%	5.84%	5.44%	6.11%	4.95%	4.37%	3.71%	3.57%	3.56%
	政策性金融债	37.21	397.58	857.83	2,512.63	4,965.32	5,984.84	5,823.36	5,858.36	6,169.45	6,141.73	6,115.88
	占比	0.51%	4.06%	6.25%	11.00%	13.52%	11.60%	8.99%	7.46%	6.95%	6.17%	5.65%
	央票及其他	-	21.99	345.26	958.37	3,109.00	852.68	769.06	1,125.42	3,270.80	3,406.57	3,620.17
	占比	0.00%	1.39%	2.76%	2.70%	5.60%	1.71%	2.30%	4.06%	11.03%	8.59%	6.51%
	利率债小计	307.18	865.83	2,371.36	5,143.79	10,678.30	10,479.38	9,785.89	10,075.36	12,340.22	12,599.24	12,939.44
	占比	1.78%	3.13%	4.71%	5.92%	7.62%	6.51%	6.01%	5.69%	6.28%	5.61%	5.10%
信用债	企业债	-	-	312.60	1,454.55	3,106.41	5,497.22	5,064.07	4,841.71	3,429.41	3,099.09	2,870.23
	占比	0.00%	0.00%	25.52%	51.42%	45.66%	37.88%	30.14%	21.04%	14.68%	10.55%	9.33%
	短融	-	-	-	213.66	166.39	367.47	135.27	196.52	345.48	350.86	350.36
	占比				8.01%	3.96%	5.63%	2.69%	1.66%	2.66%	2.02%	1.59%
	超短融								14.00	30.90	91.90	135.72
	占比								0.40%	0.65%	1.31%	1.06%
	中票	-	-	-	-	-	265.02	347.50	803.37	1,687.35	2,221.28	2,246.64
	占比						1.96%	1.76%	3.22%	5.85%	6.83%	6.22%
	商业银行债						3,012.66	5,278.51	6,376.80	6,020.61	5,750.84	5,582.89
	占比						49.43%	57.11%	50.40%	46.53%	45.88%	31.07%
	信用债小计	-	-	312.60	1,668.21	3,272.80	9,142.36	10,825.35	12,232.41	11,513.75	11,513.98	11,185.84
	占比	-	-	25.52%	30.35%	29.74%	22.48%	21.31%	16.10%	13.90%	11.66%	9.35%
合计		307.18	865.83	2,683.96	6,812.00	13,951.10	19,621.74	20,611.24	22,307.77	23,853.97	24,113.22	24,125.28
占比		1.75%	3.06%	5.20%	7.37%	9.23%	9.73%	9.65%	8.82%	8.54%	7.45%	6.46%

资料来源：中债登，上清所，万得资讯，中金公司研究

第六章

保险机构未来展望

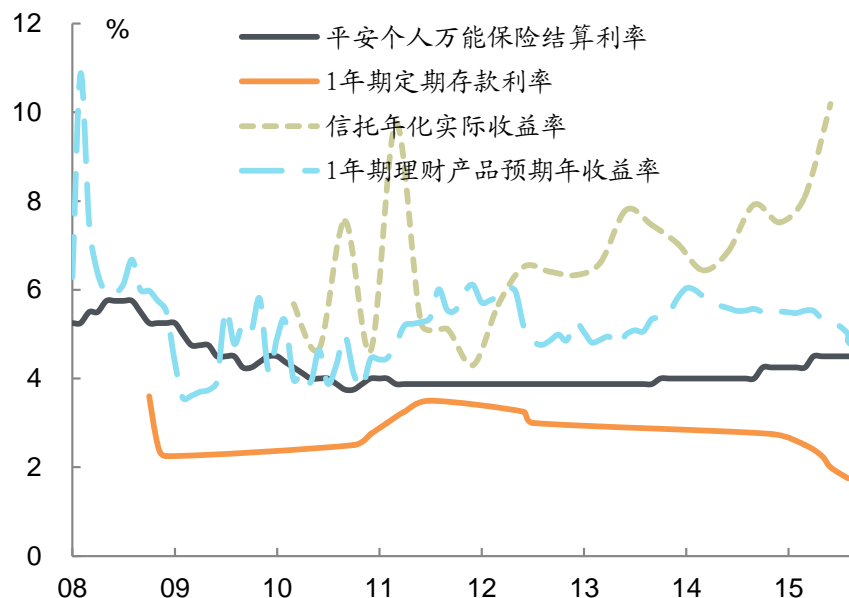
资产荒背景下，保险相对竞争力提升

- 今年6月底开始，股市经历了大幅调整，加上IPO暂停，上半年提供超额收益的权益衍生资产大幅减少。而经济低迷背景下货币政策维持稳中偏松的取向，市场资金利率显著降低，各类资产收益率都在下降，整个市场出现了“资产荒”。以债券为例，10年国债和国开收益率向下调整均在50~60bp之间，带动各评级信用债下调幅度也在50bp左右。
- 历史上保险因为投资资产类别受限，收益率难以提升，导致保险吸引率相对理财等资产明显下降，保费和保险资产增长速度放缓，使得保险资产规模落后于理财和信托。不过这一问题在15年有所缓解，保监会14年放松债权计划、股权资产投资比例，使得保险收益率得以提升，目前万能险结算利率已经趋同于1年期理财，加上保险固有的保障作用及保费持续性特征，保险相对竞争力有所提升。

各类债券收益率走势



各类资管产品收益率走势

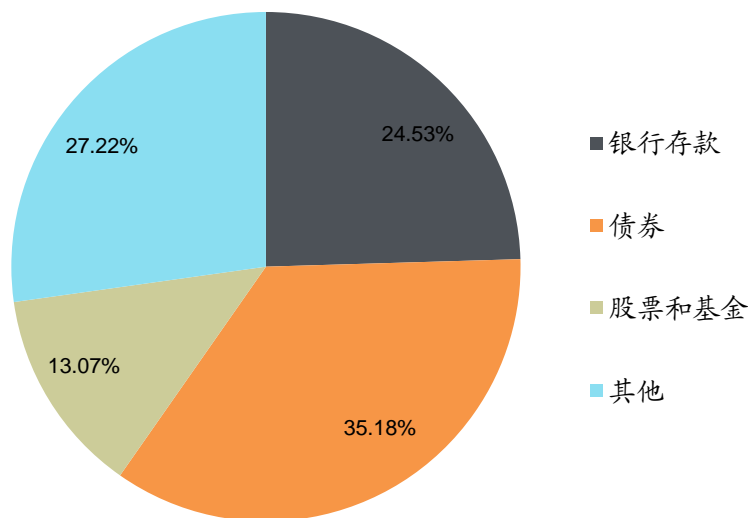


成本收益相互挤压，保险投资仍需开拓新视界

保险收益率难以提升

■ 如前文所述，保险投资具有监管严格、风险接受程度低等特点，高收益资产配置比例相对较低。自2014年保监会放松对保险机构投资资产限制以来，保险投资以债权计划、信托、理财等产品为主的“其他”类资产比例大幅上升，截至15年8月已达到27%，距离保监会要求的总资产的30%比例已经非常接近，继续增配这类型资产的空间已经不多。在市场利率下行、高收益资产稀缺的前提下，保险要继续提高收益的难度进一步上升。

保险资金运用比例（截至15年8月）



保险成本难以压缩

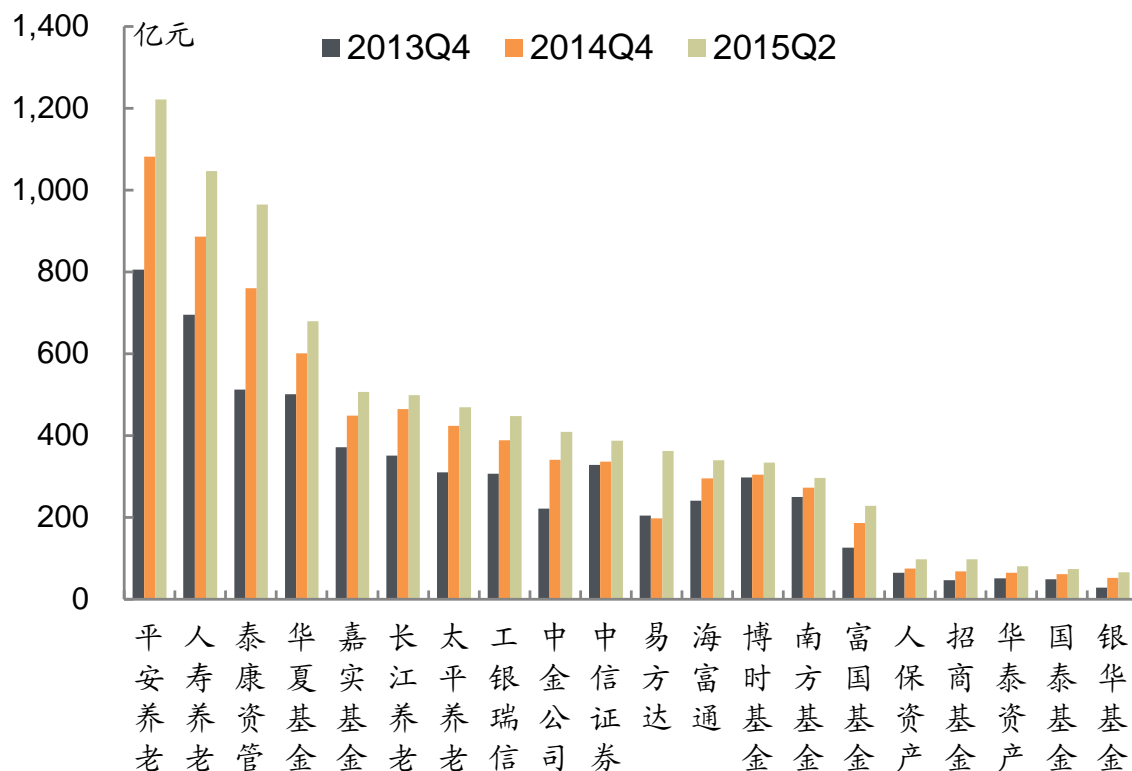
■ 而另一方面，2011年开始的利率市场化进程中，由于保监会对可投资资产的严格限制，保险机构收益率难以提高，导致目前总资产规模已经落后于理财和信托，保险机构亟需抓住目前流动性宽松的时机冲规模。迫于冲规模压力，保险机构很难快速降低资金成本。

■ “资产荒”与“高成本”相互挤压，迫使保险机构在监管范围内进一步拓展投资渠道，寻找性价比相对更高的资产。从目前保险投资比例看，除了银行存款、债券这类型收益较低的产品外，权益类资产、其他金融产品投资比例仍有较大空间，其中风险相对可控的类固收、权益产品可能是保险未来增配的一个方向。

继续推进第三方业务，抢占市场份额

- 相对稳定增长的传统保险业务而言，第三方业务具有增速快、投资方式灵活两大特征，成为保险机构下一片蓝海，主要包括以下三种类型：
 - 一是企业年金业务，据人社部数据目前资金总规模已达8862亿元。获批投资管理人共21家，包括基金管理公司13家、保险公司6家、证券公司2家。
 - 二是保险资产管理公司可发行资产管理产品募集资金，投资总人数不得超过200人，单一投资人初始投资资金不得低于100万元（保监资金[2013]124号）。
 - 三是保险公司设立创投资金、私募基金、公募基金公司等。

企业年金投资管理人受托规模



资料来源：人社部《2015年二季度全国企业年金基金业务数据摘要》，中金公司研究

法律声明

■ 一般声明

- 本报告由中国国际金融股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融股份有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。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财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。
- 本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中金公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。
- 中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。中金公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。中金公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。
- 本报告由受香港证券和期货委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。香港的投资者若有任何关于中金公司研究报告的问题请直接联系中国国际金融香港证券有限公司的销售交易代表。本报告作者的香港证监会中央编号已披露在报告首页的作者姓名旁。
- 本报告由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）于新加坡向符合新加坡《证券期货法》及《财务顾问法》定义下的认可投资者及/或机构投资者提供。提供本报告于此类投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》第36条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，在新加坡获得本报告的人员可向中金新加坡提出。本报告无意也不应，以直接或间接的方式，发送或传递给任何位于新加坡的其他人士。
- 本报告由受金融市场行为监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）于英国提供。本报告有关的投资和服务仅向符合《2000年金融服务和市场法2005年（金融推介）令》第19（5）条、38条、47条以及49条规定的人士提供。本报告并未打算提供给零售客户使用。在其他欧洲经济区国家，本报告向被其本国认定为专业投资者（或相当性质）的人士提供。
- 本报告将依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。
- 特别声明
- 在法律许可的情况下，中金公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到中金公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。
- 与本报告所含具体公司相关的披露信息请访问http://research.cicc.com/disclosure_cn，亦可参见近期已发布的相关个股报告。
- 本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

- **US Regulatory Disclosures**

- **Analyst Certification**

- The analysts who prepared the research contained herein hereby certify pursuant to Regulation AC of the U.S. Securities and Exchange Commission (the "SEC") that: (i) the views expressed in this research report accurately reflect my personal views about the subject securities and issuers; and (ii) no part of my compensation was, is, or will be, directly or indirectly, related to the specific recommendations or views expressed in this research report.

- **Foreign Broker-Dealer Disclosure**

- This report has been produced in its entirety by China International Capital Corporation Limited (Registration number: Y00111000, regulated by the China Securities Regulatory Commission) and China International Capital Corporation Hong Kong Securities Limited (hereinafter "CICC") (CE number: AEN894, regulated by Securities and Futures Commission in Hong Kong). This report is being distributed in the United States by CICC pursuant to Rule 15a-6(a)(2) under the U.S. Securities Exchange Act of 1934 exclusively to major U.S. institutional investors as defined in Rule 15a-6 and the SEC no-action letters thereunder. Note that due to U.S. regulatory requirements, the distribution of the attached report may not be contemporaneous with that of other jurisdictions.