

中国人寿拟减持杭州银行点评

国寿减持不改红利行情

优于大市

◆ 行业研究 · 行业快评

◆ 非银金融 · 保险 II

◆ 投资评级: 优于大市(维持)

证券分析师:	王剑	021-60875165	wangjian@guosen.com.cn	执证编码: S0980518070002
证券分析师:	孔祥	021-60375452	kongxiang@guosen.com.cn	执证编码: S0980523060004
联系人:	王京灵	0755-22941150	wangjingling@guosen.com.cn	

事项:

8月20日,杭州银行发布公告称,中国人寿拟在公告披露之日起三个交易日后的三个月内,通过集中竞价或大宗交易方式减持其所持公司股份,合计不超过110,092,230股(含本数),即不超过公司普通股总股本的1.86%。

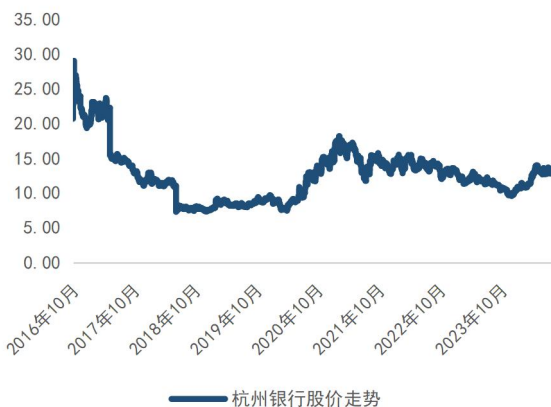
国信金融观点: 整体来看,我们认为本次减持行为系中国人寿自身出于资产配置及战略调整需要,并非行业统一性调整。在当前市场“资产荒”背景下,险资对于银行股热情仍高。此外,IFRS9准则实施后,权益投资对保险公司利润表波动的影响加大,本次减持完成后,预计将对中国人寿下半年投资收益及利润表现有一定平滑作用。维持行业“优于大市”评级,随着负债端规模的不断扩张,预计未来险企将进一步增持具有高分红、高资本增值、高ROE属性的资产,匹配保险行业资产端长期、稳定的需求。

评论:

◆ 中国人寿本次减持或出于资产配置及投资收益需求

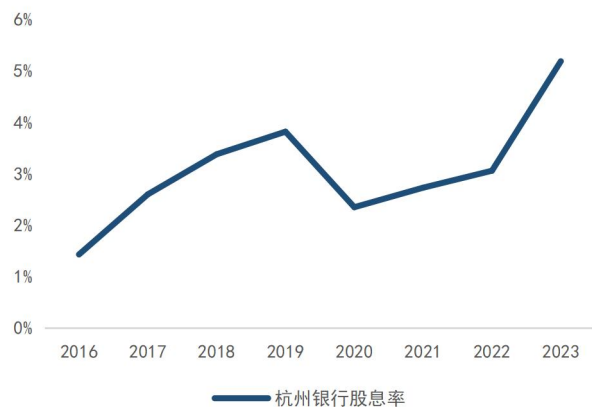
本次减持后,中国人寿将全面退出杭州银行股东行列。按当前股价估算,国寿或将兑现约14.9亿元收益。此前,中国人寿曾先后两次减持杭州银行股份,合计约22.7亿元,叠加公司此前所持有的1.1亿股份及历年分红,国寿投资杭州银行的财务投资回报率或超过160%。

图1: 杭州银行历年股价走势(单位:元/股)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图2: 杭州银行历年股息率(单位:%)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

新准则实施后,本次减持或在一定程度上平滑国寿投资收益导致的利润表波动。根据新金融准则的要求,保险公司增持A股上市公司股权,在不具有重大影响、共同控制或者控制的情况下,应当按照以公允价值计量且其变动计入当期损益(FVTPL)、或以公允价值计量且其变动计入其他综合收益(FVOCI)进行会计

处理。在该情况下，保险公司旨在通过持有上市公司股权获取投资收益，即公允价值变动收益；同时，在商业模式上也体现为财务性投资（或被动投资），而不是战略性投资。但其弊端为利润表的投资收益波动幅度较大，或将导致保险公司当期利润表表现承压。当持有上市公司有表决权股份具有重大影响（联营企业）时，保险公司应当按照长期股权投资法中的权益法进行确认和计量。保险公司按照 A 股上市年度实现净利润和其他综合收益（OCI）而产生的所有者权益的变动中应当享有的份额确认当期投资收益和其他综合收益（OCI），并调整长期股权投资的账面价值，且在实际收到现金股利时相应地减少长期股权投资的账面价值。我们预计，未来保险公司仍将青睐具有高资本增值、高 ROE、高分红属性的公司，从而更好的匹配其资产端对于长期稳定现金流的需求，优化资产负债管理。

表1: 保险公司权益类资产及长期股权投资计量方式

会计准则	资产类型（按计量方式）	内容
IFRS9	FVOCI 权益资产	计入 FVOCI 的股票，仅有分红收益计入利润表，其市值波动计入资产负债表的其他综合收益科目，卖出时浮盈亏变动不能再计入利润表，且一经指定不得撤销。分红收益相对稳定，但 FVOCI 股票的市值增长将不再对利润表产生影响。
	FVTPL 权益资产	在 IFRS9 的要求下，由于基金赎回时发行方有无条件交付现金的义务，因此属于债务工具，且无法通过资产特征测试，只能被计入 FVTPL 权益类资产。股票一般直接计入 FVTPL，其市值波动将实时体现在利润表中，但是险企也可以选择将其指定为 FVOCI。
长期股权投资计量	长期股权投资（权益法计量）	按照投资企业对被投资单位的持股比例不同，长期股权投资可分为权益法计量和成本法计量两种。其中占股比例在 20%至 50%的，属于对被投资单位具有重大影响，采用权益法计量。
	长期股权投资（成本法计量）	占股在 50%以上（不含）的，属于对被投资单位实施控制，采用成本法计量。

资料来源：国家金融监督管理总局，国信证券经济研究所整理

◆ 杭州银行基本面向好

中国人寿作为财务投资者，于 2009 年投资杭州银行，曾先后两次增持，参股和增持合计出资约 16.35 亿元。历年来，杭州银行经营业绩稳健，预计本次中国人寿减持主要出于自身资产配置需求。截至 2024 年 6 月末，杭州银行总资产规模 1.98 万亿元，较年初增长 7.79%；实现营业收入 193.40 亿元、净利润 99.96 亿元，分别同比增长 5.36%和 20.06%。

图3: 杭州银行归母净利润及增速（单位：亿元，%）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

◆ 投资建议：

随着资产端长端利率下行，叠加权益市场的持续波动，保险公司资产端显著承压。此外，优质非标资产的陆续到期为险资增厚投资收益带来一定压力。与此同时，新金融工具准则下，公允价值计量且其变动计入当期损益（FVTPL）类权益资产加剧利润表波动，因此预计将对中国人寿下半年投资收益及利润表现有一定平滑作用。维持行业“优于大市”评级，随着负债端规模的不断扩张，预计未来险企将进一步增持具有高分红、高资本增值、高 ROE 属性的资产，匹配保险行业资产端长期、稳定的需求。

◆ 风险提示：

长端利率下行；长期股权投资收益不及预期；权益投资承压；监管趋严等。

相关研究报告：

- 《2024 年 7 月保费收入点评-负债成本下行，短期销售激活》 ——2024-08-16
- 《人身险预定利率下调点评-压降负债成本，政策靴子落地》 ——2024-08-03
- 《2024 年 6 月保费收入点评-人身险回调，产险景气延续，寻找转型下增量机遇》 ——2024-07-17
- 《2024 年 5 月保费收入点评-寿险定价调整有利短期销售》 ——2024-06-15
- 《增额终身寿险定价利率下调点评-短期销售激活，长期利差压力缓解》 ——2024-06-14

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.GSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明显观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本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意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032