

从近期险资配置看红利行情持续

又见险资“举牌”时

◆ 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: 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:

9月份以来资本市场反弹,叠加长端利率企稳,上市险资产端得到显著修复。随着行业2025年“开门红”的持续推进及续期保费的稳健增长,近期险资开始明年资产配置行为。近期已有险资新一轮投资行为的表现,如中国人寿与新华保险合资成立的私募投资基金已入股陕西煤业和伊利股份,位列前十大股东;同时近期新华保险分别举牌国药股份(A股)及上海医药(A股+H股),这表明险资继续通过OCI账户或长期股权投资的形式继续参与高分红、高盈利能力的优质股权资产。

国信非银观点: 2023年保险行业实施新准则以来,为减少险企利润表波动,OCI账户使用要求提高;同时负债端产品结构向有弹性的分红险转型,险资权益资产配置需求提升;随着利率中枢下降和非标资产到期,高分红股票对相关资产有较强的替代能力。考虑2025年的险资资产配置方向,我们判断一是保险会适当提升权益配置比例,二是红利资产会结构上仍保持增长,这也为红利板块行情持续提供了支持。

评论:

◆ 成立私募基金平台,中国人寿和新华保险加大对红利资产布局

2023年11月29日,新华保险发布公告称将于中国人寿分别出资250亿元共同发起设立鸿鹄基金,并由国丰兴华私募基金担任管理人。该基金主要投向为二级市场优质的高股息标的。上述两家险资对于该基金的投资主要以长期股权投资权益法进行计量,有助于把握长期高分红收益的同时降低新准则下利润表的波动。根据Wind披露的信息,2024年5月10日及6月30日,鸿鹄基金分别入股伊利股份及陕西煤业。截至2024年三季报,鸿鹄基金对上述两家上市公司投资规模较大,持股比例分别为1.88%及0.72%,位列前十大股东。

表1: 2024Q3 伊利股份前十大股东明细

序号	股东名称	持股数量(股)	占总股本比例(%)	期末参考市值(亿元)	持股比例变动(%)	股本性质
1	香港中央结算有限公司	692,371,652	10.88	201.27	0.21	A股流通股
2	呼和浩特投资有限责任公司	538,535,826	8.46	156.55	0.00	A股流通股
3	潘刚	286,746,628	4.50	83.36	0.00	限售流通A股, A股流通股
4	中国证券金融股份有限公司	182,421,475	2.87	53.03	0.00	A股流通股
5	上证50交易型开放式指数证券投资基金	128,392,996	2.02	37.32	0.41	A股流通股
6	华泰柏瑞沪深300交易型开放式指数证券投资基金	121,343,023	1.91	35.27	0.73	A股流通股
7	鸿鹄志远(上海)私募投资基金有限公司	119,376,630	1.88	34.70	0.00	A股流通股
8	中国人寿保险股份有限公司-传统-普通保险产品	119,090,816	1.87	34.62	-0.03	A股流通股
9	赵成霞	92,420,140	1.45	26.87	0.00	限售流通A股, A股流通股
10	易方达沪深300交易型开放式指数发起式证券投资基金	81,062,889	1.27	23.57		A股流通股

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

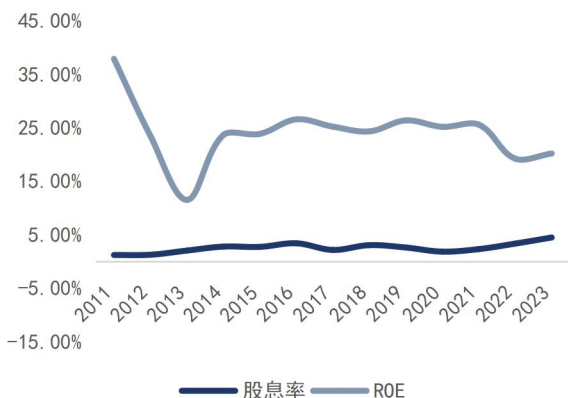
表2: 2024Q3 陕西煤业前十大股东明细

序号	股东名称	持股数量(股)	占总股本比例(%)	期末参考市值(亿元)	持股比例变动(%)	股本性质
1	陕西煤业化工集团有限责任公司	6,325,960,665	65.25	1,744.70	0.10	A股流通股
2	香港中央结算有限公司	329,539,614	3.40	90.89	-0.04	A股流通股
3	中国证券金融股份有限公司	195,047,597	2.01	53.79	0.00	A股流通股
4	唐亮	101,800,000	1.05	28.08	0.02	A股流通股
5	太平人寿保险有限公司	90,216,250	0.93	24.88	0.15	A股流通股
6	张尧	84,871,085	0.88	23.41	0.04	A股流通股
7	陕西有色金属控股集团有限责任公司	79,999,900	0.83	22.06	0.00	A股流通股
8	上证50交易型开放式指数证券投资基金	78,105,677	0.81	21.54	0.17	A股流通股
9	华泰柏瑞沪深300交易型开放式指数证券投资基金	74,262,666	0.77	20.48		A股流通股
10	鸿鹄志远(上海)私募投资基金有限公司	70,162,252	0.72	19.35		A股流通股
	合计	7,429,965,706	76.65	2,049.18		

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

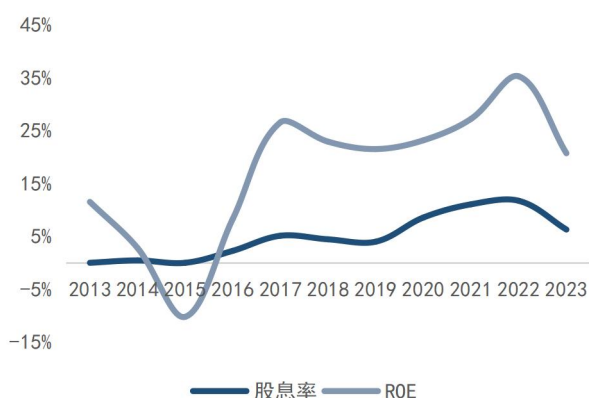
从标的属性来看, 伊利股份及陕西煤业均具备较强的中长期盈利能力及稳定的股息水平, 符合险资价值投资及长期投资需要。从股息率表现来看, 伊利股份及陕西煤业过去十年平均值分别为 2.80% 及 4.90%, 股息率相对稳健, 具备中长期投资价值。截至 2023 年末, 上述两家上市公司股息率分别为 4.49% 及 6.29%。ROE 方面, 上述两家公司均表现出较强的中长期盈利能力, 过去十年平均 ROE 分别为 22.89% 及 17.26%。截至三季度末, 伊利股份及陕西煤业 ROE 分别为 20.20% 和 20.73%。我们预计未来险企将进一步增持具有稳健分红、高资本增值、高 ROE 属性的资产, 匹配保险行业资产端长期、稳定的需求。

图1: 伊利股份股息率及 ROE 走势 (单位: %)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图2: 陕西煤业股息率及 ROE 走势 (单位: %)



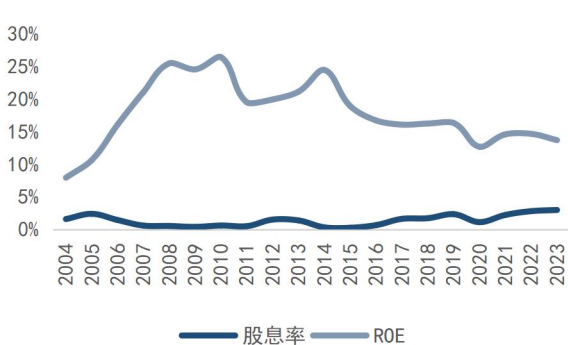
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

◆ 近期新华保险举牌国药股份和上海医药等分红稳定资产

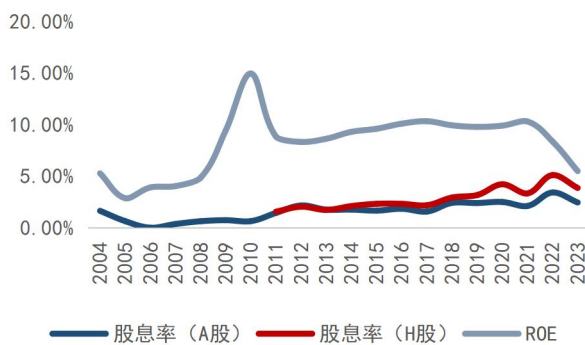
2024 年 11 月 13 日, 国药股份公告称, 新华保险于 2024 年 11 月 12 日通过二级市场集中竞价交易的方式增持国药股份无限售条件流通股约 149.99 万股股份, 占国药股份已发行普通股总股本的 0.2%, 本次增持股份的资金来源为新华保险自有资金。上海医药公告称, 新华保险于 2024 年 11 月 12 日通过二级市场集中竞价交易方式增持上海医药无限售条件流通 A 股约 999.98 万股股份和 H 股约 150 万股股份, 合计占上海医药已发行普通股总股本的 0.31%, 其中, H 股股票通过港股通交易方式完成, 本次增持股份的资金来源为自有资金。本次权益变动后, 新华保险及其一致行动人合计持有上海医药 A 股约 1.49 亿股和 H 股约 3789.59 万股, 约占该上市公司总股本的 5.05%。作为我国医药行业的代表性公司, 国药股份及上海医药具备较强的中长期盈利能力, 叠加相对稳健的股息支付水平, 符合险资中长期投资理念。

图3: 国药股份股息率及 ROE 走势 (单位: %)

图4: 上海医药股息率及 ROE 走势 (单位: %)



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

此外，作为医药行业中具备头部优势的上市公司，国药股份及上海医药今年股价涨幅分别为 23.25% 及 29.24%，相较于医药行业整体-7.84% 的跌幅，公司阿尔法效应明显。

图5: 国药股份股价走势



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理（数据截至 2024. 11. 14）

图6: 上海医药股价走势

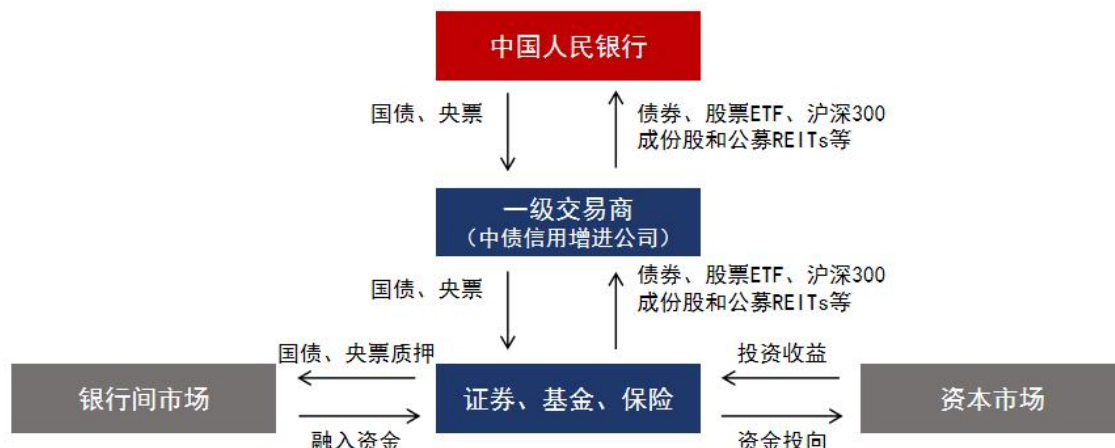


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理（数据截至 2024. 11. 14）

◆ 后续互换便利落地，红利资产配置持续。

2024 年 10 月 18 日，中国人民银行创设了证券、基金、保险公司互换便利（SFISF），中国人民银行委托特定的公开市场业务一级交易商（中债信用增进公司），与符合行业监管部门条件的证券、基金、保险公司开展互换交易。互换期限 1 年，可视情展期。互换费率由参与机构招投标确定。可用质押品包括债券、股票 ETF、沪深 300 成分股和公募 REITs 等，折扣率根据质押品风险特征分档设置。通过这项工具获取的资金只能投向资本市场，用于股票、股票 ETF 的投资和做市。目前首批获准参与互换便利操作的机构主要为证券、基金公司，共计 20 家，首批申请额度已超 2000 亿元。预计后续随着政策的逐步落地，叠加负债端保费的持续扩张，险资也将通过互换便利参与资本市场投资，主要投向或集中在高股息类资产。在当前资本市场波动持续背景下，稳定险资资产端收益。

图7: 证券、基金、保险公司互换便利（SFISF）操作流程



资料来源：中国人民银行，国信证券经济研究所整理

◆ 投资建议：

2023年保险行业实施新准则以来，投资收益震荡直接加大险企利润表波动，叠加负债端产品结构向分红险转型及保费收入的持续扩张，预计险资资产配置需求仍高，对应长债及高分红类资产（以OCI计量的资产）配置行情或将延续。作为绝对收益型机构，在当前资本市场震荡延续背景下，预计险资持续加大具有高分红、高资本增值、高ROE属性资产的配置，在稳定利润波动的同时匹配保险行业资产端长期、稳定的需求。

◆ 风险提示：

资本市场震荡导致投资收益下行；产品供给不及预期；市场竞争加剧等。

相关研究报告：

- 《保险业 2024 年三季度报综述-资产价值重估，利润大幅改善》 ——2024-11-14
- 《保险业 2025 年“开门红”前瞻-“开门红”被透支了吗？》 ——2024-11-05
- 《关于大力发展商业保险年金的点评-多元养老产品供给，共筑养老三支柱建设》 ——2024-10-24
- 《2024 年 9 月保费收入点评-筹备“开门红”》 ——2024-10-18
- 《2024 年 8 月保费收入点评-定价利率切换，配置需求提升》 ——2024-09-14

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