

新华保险接手杭州银行股份点评

“资产荒”延续，险资加快优质资产布局

优于大市

◆ 行业研究 · 行业快评

◆ 非银金融

◆ 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
证券分析师：	王剑	021-60875165	wangjian@guosen.com.cn	执证编码：S0980518070002
证券分析师：	陈俊良	021-60933163	chenjunliang@guosen.com.cn	执证编码：S0980519010001
联系人：	王京灵	0755-22941150	wangjingling@guosen.com.cn	

事项：

杭州银行公告称，澳洲联邦银行将其持有的杭州银行 5.45% 股份转让给新华保险，本次权益变动属于股东协议转让股份，不触及要约收购。转让完成后，新华保险将持有杭州银行 5.87% 的股份。

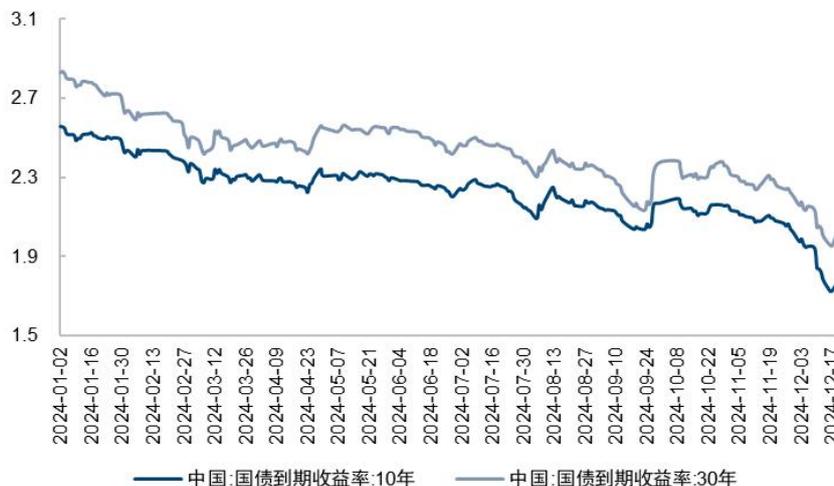
国信金融观点：随着资产端长端利率下行，叠加权益市场的持续波动，保险公司资产端显著承压。此外，优质非标资产的陆续到期为险资增厚投资收益带来一定压力。与此同时，新金融工具准则下，公允价值计量且其变动计入当期损益（FVTPL）类权益资产加剧利润表波动。保险公司持续加大优质权益类资产的投资规模，叠加新准则下入账方式的应用，以降低权益工具投资的投资收益波动，优化资产负债管理。我们预计未来险企将进一步增持具有高分红、高资本增值潜力、高 ROE 属性上市企业，匹配保险行业资产端长期、稳定的需求。

评论：

◆ 在“资产荒”背景下，险资加大优质资产布局

长债利率中枢持续下移，险资投资收益压力进一步加大。截至 1 月 23 日，10 年期及 30 年期国债收益率分别为 1.66% 及 1.90%，较年初下降 89bp 及 93bp。在存量负债成本相对固定背景下，长债利率的持续走低进一步加大险企资产负债匹配压力。作为绝对收益型机构，险资较少进行信用下沉，因此进一步加大“资产荒”压力。

图1：10年期及30年期国债收益率



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理（单位：%）

在此背景下，险资持续加大具有高分红、高资本增值潜力、高 ROE 属性上市企业的投资力度，以获取中长期稳健投资收益，匹配负债端资金需求。准则计量方面，对于优质中长期权益类投资资产，险企或以 FVOCI 或长期股权投资权益法进行计量，在平滑报表波动的同时匹配中长期收益现金流需求。2024 年以来，以长城人寿、中国太保、瑞众人寿等为代表的公司纷纷加大对优质上市公司的举牌，主要行业集中在公用事业、交运、银行等领域，具备高分红及相对稳定的 ROE 水平。

表 1：2015 年以来保险公司举牌统计

日期	保险公司	被举牌公司	所属行业	日期	保险公司	被举牌公司	所属行业
2015	中融人寿保险	鹏辉能源	电子	2021	中国太平洋人寿保险	锦江资本	商业贸易
	中融人寿保险	真视通	计算机		中国人寿保险（集团）	农业银行H股	银行
	中融人寿保险	天孚通信	电子		中信保诚人寿保险	中集集团(A+H)	机械设备
	中国人民财产保险	华夏银行	银行		中国人寿保险（集团）	工商银行H股	银行
2016	百年人寿	胜利精密	机械设备	2020	百年人寿	顾家家居	轻工制造
	平安养老保险	久远银海	计算机		太平人寿保险	中联重科	机械设备
	中国平安人寿保险	久远银海	计算机		中国人寿保险	广百股份	商业贸易
	上海人寿保险	中海海盛	交通运输		中国人寿保险	万达信息	计算机
	泰康人寿保险	保利地产	房地产		泰康养老保险	阳光城	房地产
	泰康人寿保险	苏富比	-		泰康人寿保险	阳光城	房地产
	阳光财产保险	伊利股份	食品饮料		中国人寿保险	工商银行H股	银行
	泰康保险集团	和美医疗	医药生物		泰康人寿保险	金科智慧	物业服务及管理
	阳光财产保险	吉林敖东	医药生物		和谐健康保险	万达信息	计算机
	中国人寿保险	申万宏源	非银金融		百年人寿	浙商银行H股	银行
2017	国华人寿保险	天宸股份	房地产	中国人寿保险（集团）	中国华融	非银金融	
	国华人寿保险	龙宇燃油	化工	泰康人寿保险	京新药业	医药生物	
	中国人寿保险	京能电力	公用事业	中国太平洋保险（集团）	天齐锂业H股	有色金属	
	中国平安人寿保险	旭辉控股集团	房地产	中国太平洋人寿保险	天齐锂业H股	有色金属	
	中国人寿保险	中国联通	通信	中国太平洋财产保险	天齐锂业H股	有色金属	
	中国平安人寿保险	株式会社津村	医药生物	太平人寿保险	工商银行H股	银行	
	中国平安人寿保险	万国数据	互联网服务	太平人寿保险	工商银行H股	银行	
	中国平安人寿保险	汇丰控股	银行	中国人寿保险	万达信息	计算机	
	中国平安人寿保险	久远银海	计算机	阳光人寿保险	首程控股H股	商业贸易	
	平安养老保险	久远银海	计算机	中国太平洋人寿保险	光大环境H股	综合	
2018	中国平安人寿保险	中国中药	医药生物	中国太平洋财产保险	光大环境H股	综合	
	天安人寿保险	奥马电器	家用电器	太平洋健康保险	光大环境H股	综合	
	中国平安人寿保险	华夏幸福	房地产	中国太平洋保险（集团）	光大环境H股	综合	
	华安财产保险	精达股份	机械设备	长城人寿保险	浙江交科	建筑装饰	
	中国人寿资产管理	通威股份	农林牧渔	长城人寿保险	中原高速	交通运输	
	华夏人寿保险	凯撒旅游	休闲服务	阳光人寿保险	天图投资	非银金融	
	华夏人寿保险	同洲电子	家用电器	紫金财产保险	华光环能	电气设备	
	中国人寿资产管理	万达信息	计算机	长城人寿保险	无锡银行	银行	
	中国平安人寿保险	华夏幸福	房地产	长城人寿保险	江南水务	环保	
	中国人寿保险（集团）	申万宏源	非银金融	长城人寿保险	城发环境	环保	
2019	中国人寿保险	万达信息	计算机	长城人寿保险	赣粤高速	交通运输	
	中国平安人寿保险	中国金茂	房地产	瑞众人寿保险	龙源电力H股	公用事业	
	中国人寿保险	中广核电力	公用事业	中国太平洋保险（集团）	华能国际H股	公用事业	
	中国人寿保险	中国太保	非银金融	中国太平洋保险（集团）	华电国际H股	公用事业	
	中国人寿保险	万达信息	计算机	中国太平洋财产保险	华能国际H股	公用事业	
	中国人寿保险	万达信息	计算机	中国太平洋财产保险	华电国际H股	公用事业	
	中国太平洋人寿保险	上海临港	机械设备	太平洋安信农业保险	华能国际H股	公用事业	
	华泰资产管理	国创高新	房地产	太平洋安信农业保险	华电国际H股	公用事业	
	太平人寿保险	大悦城	房地产	中国太平洋人寿保险	华能国际H股	公用事业	
	中国人寿保险	农业银行H股	银行	中国太平洋人寿保险	华电国际H股	公用事业	
2020	中国太平洋人寿保险	锦江资本	商业贸易	中国太平洋人寿保险	华电国际H股	公用事业	
	中国太平洋保险（集团）	赣锋锂业H股	有色金属	中国太平洋人寿保险	华电国际H股	公用事业	
	太保安联健康保险	赣锋锂业H股	有色金属	太平洋健康保险	华能国际H股	公用事业	
	安信农业保险	赣锋锂业H股	有色金属	太平洋健康保险	华电国际H股	公用事业	
	中国太平洋人寿保险	赣锋锂业H股	有色金属	长城人寿保险	绿色动力H股	环保	
	中国太平洋财产保险	赣锋锂业H股	有色金属	瑞众人寿保险	中国中免H股	商贸零售	
	中国人寿保险	中广核电力H股	公用事业	瑞众人寿保险	龙源电力H股	公用事业	
	中国太平洋人寿保险	锦江资本	商业贸易	瑞众人寿保险	龙源电力H股	公用事业	
	太平人寿保险	农业银行H股	银行	中邮人寿保险	安徽皖通高速公路H股	交通运输	
	中信保诚人寿保险	中国光大控股	非银金融	利安人寿保险	深圳国际H股	交通运输	
2021	中信保诚人寿保险	中集集团H股	机械设备	新华人寿保险	上海医药	医药生物	
	中国人寿保险	中国太保	非银金融	新华人寿保险	国药股份	医药生物	
	中国人寿保险	万达信息	计算机	新华人寿保险	海通证券H股	非银金融	
	中国人寿保险	万达信息	计算机	中国太平洋保险（集团）	远海能H股	交通运输	
	中国人寿保险	万达信息	计算机	中国太平洋财产保险	中远海能H股	交通运输	
	中国人寿保险	万达信息	计算机	太平洋安信农业保险	中远海能H股	交通运输	
	中国人寿保险	万达信息	计算机	中国太平洋人寿保险	中远海能H股	交通运输	
	中国人寿保险	万达信息	计算机	太平洋健康保险	中远海能H股	交通运输	
	中国人寿保险	万达信息	计算机	平安资管	工商银行H股	银行	
	中国人寿保险	万达信息	计算机	平安资管	建设银行H股	银行	

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

当前上市险企 FVOCI 权益类资产占比仍低，具备较大增配空间。目前上市险企权益配置比例约为 11%左右，而 OCI 权益类资产配置比例仅为 5%，有较大上升空间。

表2: 上市险企资产配置比例

	中国人寿		中国平安		中国人保		中国太保		新华保险		平均	
	金额	占金融资产比例	金额	占比								
交易性金融资产 (FVTPL)	1,928,633	35%	2,249,122	33%	343,973	28%	674,142	29%	515,388	41%	1,142,252	33%
其他权益工具投资 (OCI 权益)	151,408	3%	310,401	5%	106,080	9%	126,832	5%	22,274	2%	143,399	5%
其他债权投资 (OCI 固收)	3,237,748	59%	2,968,935	44%	475,695	39%	1,446,163	63%	437,771	35%	1,713,262	48%
债权投资 (AC 固收)	191,516	3%	1,211,511	18%	303,794	25%	65,934	3%	283,719	23%	411,295	14%
合计	5,509,305	100%	6,739,969	100%	1,229,542	100%	2,313,071	100%	1,259,152	100%	3,410,208	100%

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理 (按会计计量方式, 单位: 百万元, %)

◆ 新华保险拟入股优质银行标的

作为杭州银行的长期股东, 澳大利亚联邦银行自 2005 年入股杭州银行。截至 2024 年三季度末, 其持股比例为 5.56%, 为杭州银行第四大股东。本次转让完成后, 新华保险持有杭州银行比例为 5.87%, 达到举牌要求。预计新华保险该笔投资会计计量方式或为 FVOCI, 若后续派驻董事则具备调整为长期股权投资权益法的条件。上述两类会计计量方式均具有平滑报表波动等优势, 有望在当前“资产荒”背景下带来中长期稳健收益。

表3: 2024Q3 杭州银行前十大股东

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)	股本性质
1	杭州市财开投资集团有限公司	1,111,337,590	18.74	156.70	限售流通 A 股, A 股流通股
2	红狮控股集团有限公司	700,213,537	11.81	98.73	限售流通 A 股, A 股流通股
3	杭州市城市建设投资集团有限公司	432,680,288	7.30	61.01	A 股流通股
4	澳大利亚联邦银行	329,638,400	5.56	46.48	A 股流通股
5	杭州市交通投资集团有限公司	296,800,000	5.00	41.85	A 股流通股
6	杭州汽轮动力集团股份有限公司	271,875,206	4.58	38.33	A 股流通股
7	香港中央结算有限公司	223,947,317	3.78	31.58	A 股流通股
8	苏州苏高科技产业发展有限公司	177,906,012	3.00	25.08	A 股流通股
9	杭州河合电器股份有限公司	152,880,000	2.58	21.56	A 股流通股
10	苏州新区高新技术产业股份有限公司	118,010,988	1.99	16.64	A 股流通股
	合计	3,815,289,338	64.34	537.96	

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

◆ 杭州银行资产质量优异, 拨备反哺利润空间充足

从杭州银行最新披露的三季报来看, 其基本面保持稳定, 资产质量优异, 拨备反哺利润空间充足。(1) 杭州银行 2024 年前三季度实现营收 284.9 亿元, 同比增长 3.87%, 归母净利润 138.7 亿元, 同比增长 18.63%。(2) 杭州银行规模维持较好扩张, 净息差趋于稳定。三季度末资产总额 2.02 万亿元, 较年初增长 9.58%, 其中对公贷款和零售贷款较年初分别增长了 15.8% 和 7.0%, 这得益于浙江省区域经济发达, 公司深耕杭州区域的同时, 积极加大杭州市以外区域信贷扩张。(3) 净息差趋于平稳, 按照期初期末余额测算的公司前三季度累计年化净息差为 1.29%, 与上半年基本持平。(4) 资产质量优异, 拨备反哺利润空间充足。杭州银行三季度末不良率 0.76%, 关注率 0.59%, 都处在低位。拨备计提上, 前三季度信用减值损失同比下降 27.5%, 但期末拨备覆盖率 543%, 较二季度末基本持平, 稳定在高位, 未来反哺利润增长的空间充足。

◆ 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。保险公司持续加大优质权益类资产的投资规模, 叠加新准则下入账方式的应用, 以降低权益工具投资的投资收益波动, 优化资产负债管理。我们预计未来险企将

进一步增持具有高分红、高资本增值潜力、高 ROE 属性上市企业，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：

《关于长期资金入市政策的点评-优化考核，提升增量，打通堵点》——2025-01-23

《从融资、衍生品和指数 ETF 视角看微盘股流动性-流动性风险可控，增量资金可期》——2025-01-07

《寻找低利率环境下个人财富管理方案-个人养老金制度全面实施下银行、证券与基金模式探索》——
2024-12-17

《当社交流量驱动资金入市--现代投资银行进化视角之一》——2024-12-16

《平抑净值波动，探索仍在途中-银行理财降低波动的方法与影响分析》——2024-11-30

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中所提及的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