

## 行业深度报告

## 险资银行板块配置研究：风格匹配，正当其时

## 强于大市（维持）

## 行情走势图



## 相关研究报告

【平安证券】行业年度策略报告\*银行\*盈利磨底，固本培元\*强于大市 20241213

## 证券分析师

袁喆奇 投资咨询资格编号  
S1060520080003  
YUANZHEQI052@pingan.com.cn

许淼 投资咨询资格编号  
S1060525020001  
XUMIAO533@pingan.com.cn

## 研究助理

李灵琇 一般证券从业资格编号  
S1060124070021  
LILINGXIU785@pingan.com.cn



## 平安观点：

- **险资投资银行股复盘：温故知新，高股息投资趋势正当时。**纵观险资投资银行股脉络，历史上总共有 2015 年、2020 年和 2024 年开始的三次险资举牌潮，驱动因素可归纳为低利率+保费高增催生的资产配置需求、会计准则变化以及监管持续引导下的中长期资金入市等重要催化因素。值得注意的是，相比于 2015 年以实现权益法并表的目的不同，随着监管制度的完善以及新会计准则的出台，2020 年以来险资对银行股的举牌表现更为温和，目标持股比例有所下降，更多以 OCI 账户配置为主，从而实现平抑盈利波动和获取稳定股息的目的。
- **展望未来：险资入市持续，板块高股息值得关注。**板块特性吸引险资关注，一方面来源于板块高股息价值，以 2024 年度宣告分红总额/总市值计算，银行板块静态股息率水平位于所有行业第三位，相较于 10 年期国债衡量的无风险利率的溢价水平持续位于高位。充足的拨备水平以及政策端对经营关注的提升有望持续夯实板块盈利基础，资本水平充足背景下分红率有望维持，分红稳定性有望持续保持市场领先地位。另一方面，银保渠道协同作用对于险资业务拓展的战略意义同样不容忽视，根据《中国保险年鉴（2024）》，2023 年银保渠道保费收入占比达到 36.7%，银行广泛的实体网点布局以及营销网络有望成为保险产品销售的助推器。结合监管推动中长期资金入市的诉求以及商业银行完善的股权监管制度，我们认为优质银行有望成为险资的“优先考虑”，保险资金有望成为板块新的增量来源。
- **选股思路：股息率+交易成本+基本面表现三轮驱动。**综合考虑当下险企配置需求，我们认为股息率、交易成本以及基本面稳健性是重要的筛选因素，分别从静态股息率、分红率稳定性、自由流通市值占比、ROE、归母净利润增速以及核心一级资本水平等多因素判断，国有大行股息率整体保持稳健，且港股股息率更为突出，股份行中以招行、兴业和中信表现较为突出，区域行中成都、江苏、南京、北京等区域行的股息水平优于同业。
- **投资建议：“顺周期+高股息”，关注中长期资金入市催化。**一方面，板块股息率相对以 10 年期国债收益率衡量的无风险利率的溢价水平仍处于历史高位。另一方面，成长性优异及受益于政策实效的区域行盈利弹性有望释放。最后，预期改善对于股份行的催化值得期待。目前板块静态 PB 仅为 0.67 倍，对应隐含不良率超过 15%，安全边际充分。**个股维度，我们推荐：1) 基本面稳健，受益于政策预期修复的区域行（成都、长沙、苏州、常熟、宁波），并关注股份行困境反转预期下的配置机会（兴业、招行）；2) 高股息个体的配置价值依然突出（工行、建行、上海）。**
- **风险提示：**（1）政策推进不及预期；（2）宏观经济下行超出预期；（3）金融政策监管风险。

# 正文目录

<b>一、 险资投资银行股复盘：温故知新，高股息投资趋势正当时</b>	<b>4</b>
1.1 险资举牌细则以及举牌频率	4
1.2 资产荒+低利率+政策+会计准则变动多轮驱动促举牌，高股息策略渐成主流	5
1.3 中长期资金入市持续，板块吸引力仍存	8
<b>二、 展望未来：险资入市持续，板块高股息值得关注</b>	<b>9</b>
2.1 股息价值突出，业绩稳健分红可持续	9
2.2 战略协同，银保渠道高质量发展	10
<b>三、 选股思路：股息率+交易成本+基本面表现三轮驱动</b>	<b>11</b>
3.1 股息率仍是核心，险资入市正当时	11
3.2 交易成本值得关注，股权分散且稳定资产易受青睐	12
3.3 盈利稳健可持续，经营基础夯实银行值得关注	14
<b>四、 投资建议：“顺周期+高股息”，关注中长期资金入市催化</b>	<b>15</b>
<b>五、 风险提示</b>	<b>15</b>

## 图表目录

图表 1	险资举牌要求 .....	4
图表 2	15 年以来险资举牌情况 .....	4
图表 3	15 年万能险保费快速增长 .....	5
图表 4	20 年保费收入高增 .....	5
图表 5	10 年期国债到期收益率变化 .....	6
图表 6	非标资产持续压降低 .....	6
图表 7	相关会计准则要求 .....	6
图表 8	险资入市监管重要政策 .....	7
图表 9	险资投资银行情况 .....	8
图表 10	股息率位于各行业第三 .....	9
图表 11	分红稳定性位于行业第二 .....	9
图表 12	商业银行净利润增速相对稳定 .....	10
图表 13	商业银行拨备覆盖率保持稳定 .....	10
图表 14	有关险资投资银行的重要监管文件 .....	10
图表 15	A 股上市银行情况股息率情况 .....	12
图表 16	A 股上市银行二级交易股本情况 .....	13
图表 17	A 股上市公司盈利、风险及资本情况 .....	14

# 一、 险资投资银行股复盘：温故知新，高股息投资趋势正当时

纵观险资投资银行股脉络，历史上总共有 15 年、20 年和 24 年开始的三次险资举牌潮，驱动因素可归纳为低利率市场环境下的资产荒压力、保费高增的资产配置需求、会计准则变化以及监管持续引导下的中长期资金入市等重要催化因素。值得注意的是，相比于 15 年以实现权益法并表的目的不同，随着监管制度的完善以及新会计准则的出台，2020 年以来险资对银行股的举牌表现更为温和，目标持股比例有所下降，更多以 OCI 账户配置为主，从而实现平抑盈利波动和获取稳定股息的目的。

## 1.1 险资举牌细则以及举牌频率

**保险公司举牌规则。**根据原银保监会《保险公司资金运用信息披露准则第 3 号：举牌上市公司股票》(保监发〔2015〕121 号)，险资举牌指的是保险公司持有或者与其关联方及一致行动人共同持有一家上市公司已发行股份的 5%，以及之后每增持达到 5% 时，保险公司需按相关法律规定及时通知上市公司并予以公告的行为。若是增持港股，则为持有 H 股比例达到该市场股本的 5% 时触发举牌。

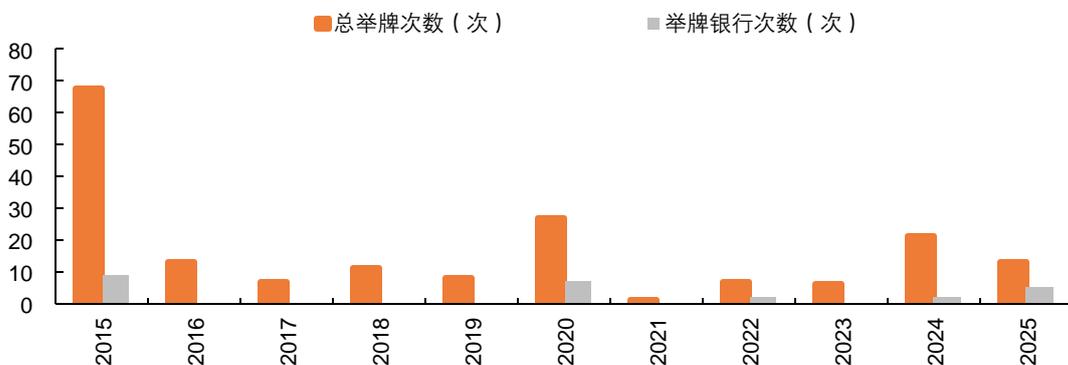
图表1 险资举牌要求

要求	主要内容
触发条件	保险公司持有或者与其关联方及一致行动人共同持有一家上市公司已发行股份的 5%，以及之后每增持达到 5%。
时间要求	应当于上市公司公告之日起 2 个工作日内。
披露信息内容	(1) 被举牌上市公司股票名称、代码、上市公司公告日期及达到举牌标准的交易日期（以下简称交易日）。
	(2) 保险公司、参与举牌的关联方及一致行动人情况。
	(3) 截至交易日，保险公司投资该上市公司股票的账面余额及占上季末总资产的比例、权益类资产账面余额占上季末总资产的比例。
	(4) 保险公司举牌该上市公司股票的交易方式（竞价交易、大宗交易、增发、协议转让及其他方式）、资金来源（自有资金、保险责任准备金、其他资金）；资金来源于保险责任准备金的，应当按照保险账户和产品，分别说明截至交易日，该账户和产品投资该股票的余额、可运用资金余额、平均持有期，以及最近 4 个季度每季度的现金流入、流出金额；来源于其他资金的，应当说明资金具体来源、投资该股票余额、资金成本、资金期限等。
	(5) 保险公司对该股票投资的管理方式（股票或者股权）；按照规定符合纳入股权管理条件的，应当说明向中国保监会报送相关材料情况，列明公司报文的文件标题、文号和报送日期。(6) 金监总局基于审慎监管认为应当披露的其他信息。

资料来源：原银保监会、国家金融监督管理总局、平安证券研究所

我们从近 10 年的维度来看，按照举牌频率来看，险资举牌浪潮总共有 3 次，分别是始于 2015 年，2020 年和 2024 年，三个年份合计举牌次数达到 116 次，占有所有举牌次数比例达到 63.7%。

图表2 15 年以来险资举牌情况



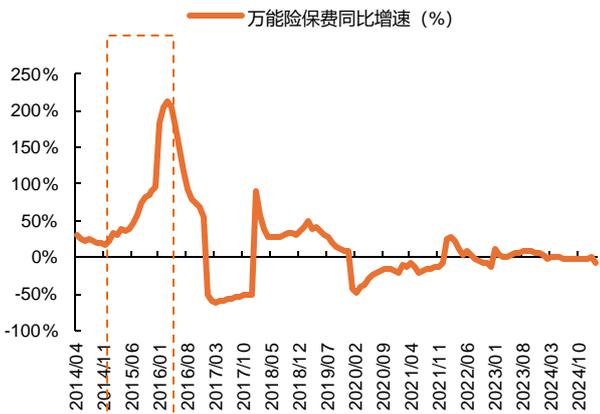
资料来源：ifind、中国保险业协会、csmar、平安证券研究所

本文举牌统计方法：1) 被终止和重复披露的举牌公告不计入；2) 保险公司及其一致行动人共同出资、分别披露举牌公告，按实际出资人个数计算；3) 保险公司未出资，但因一致行动人出资而被动触发举牌的情况，不纳入计算；4) 同一保险公司公告包括A股和H股同一标的，分别计算次数。5) 2015年12月23日以前数据并无统一披露口径，数据可能有遗漏；6) 2025年数据截至2025年4月11日

## 1.2 资产荒+低利率+政策+会计准则变动多轮驱动促举牌，高股息策略渐成主流

总结近 10 年来三次险资举牌浪潮，我们认为主要的驱动因素来自于资产荒+低利率环境、推动中长期资金入市政策以及会计准则变动等方面。首先从资产荒角度来看，我们认为资产荒来源于日益增长的资产配置需求以及低利率环境下资产收益率的降低或可投资资产的范围的缩小。从可投资资金增长催生的资产配置需求来看，根据《保险资金运用管理办法》，险企可用于举牌的资金主要包括：自有资金(如资本金、公积金、未分配利润等)、保险责任准备金和其他资金。三轮举牌潮中几乎对应阶段性的保费高增情形，15 年万能险费改推行，放开了最低保证利率，由保险公司自主定价，带动了中短存续期万能险业务的火爆，24 年保费收入的高增都在一定程度上催生险资的资产配置需求。

图表3 15年万能险保费快速增长



资料来源：wind、平安证券研究所

注：万能险保费即保户投资款新增交费

图表4 20年保费收入高增



资料来源：wind、平安证券研究所

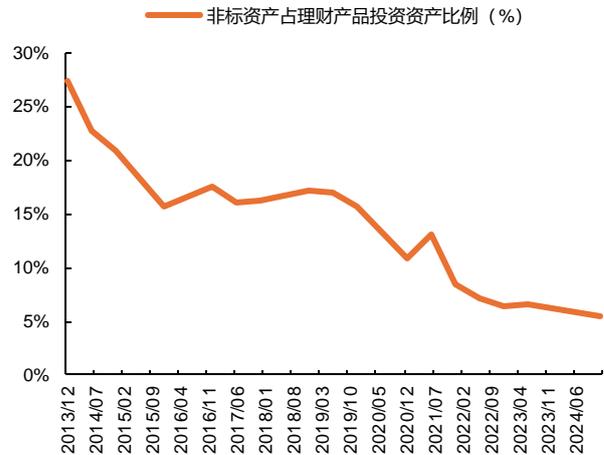
另一方面则来源资产收益率的下降以及可投资资产范围的缩减。仍从三个集中举牌的时间段来看，15 年 1 年期 LPR 年内累计降幅达到 121BP，2020 年初疫情冲击导致无风险利率持续下行，24 年宽松货币政策叠加外部经济形势变化冲击等多重因素推动国债利率下行。从投资范围上来说，“资管新规”的落地以及金融供给侧改革的推进，非标资产的持续压降缩窄了险资的投资范围。同时因为险资自身负债成本相对刚性，资产荒压力的抬升促使险企将目光投向具有稳定收益率且具有低波特点的红利类股权资产。

图表5 10年期国债到期收益率变化



资料来源: wind、平安证券研究所

图表6 非标资产持续压降低



资料来源: wind、平安证券研究所

**IFRS9 变化提升红利类资产吸引力。**上市险企 2023 年开始执行新金融工具准则 (IFRS9 准则), 非上市险企预计于 2026 年开始执行, 新会计准则将金融资产分为三类: 以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产 (FVTPL)、以公允价值计量且其变动计入其他综合收益的金融资产 (FVOCI)、以摊余成本计量的金融资产 (AC)。新准则放大了资本市场波动对于利润的影响, 更多的权益类资产被划分到 FVTPL 中, 例如基金、无法通过 SPPI 的固定收益类资产等。此外, 当权益类资产被指定为 FVOCI 后, 该决策不可撤销, 产生的分红可以计入损益, 但买卖价差产生的资本利得不可计入损益, 只能计入留存收益。此外, 若险资持股比例超过 20% 或者持有表决权具有重大影响时, 需要按照长期股权投资进行会计处理, 而资产负债表日需要根据市值变化计提减值。因此, 分红稳定、低波且稳健经营资产更容易受到险资的关注。

图表7 相关会计准则要求

会计准则	资产类型	内容
一般性财务投资	FVOCI 权益资产	初始成本以公允价值计量, 相关交易费用计入初始确认金额。以公允价值进行后续计量, 将股利收入计入当期损益, 其他利得或损失计入其他综合收益, <b>即股价波动并不会直接反映在当期利润表中</b>
	FVTPL 权益资产	成本以公允价值计量, 相关交易费用应当直接计入当期损益。以公允价值进行后续计量, 变动计入当期损益, <b>因此, 股价波动、股利发放都会对当期利润表产生影响。</b>
长期股权投资	权益法计量	<b>持股比例在 20%-50%之间的, 采用权益法计量。</b> 合营企业或联营企业为上市公司的, 市价持续一年以上低于账面价值或市价低于账面价值的比例超过 50%的, 应当根据账面价值和市价的差额计提减值。合营企业或联营企业为沪深 300 成份股的, 且最近三年股息率均在 3%以上或现金股利支付率均在 10%以上的, 可不按前款计提减值。 <b>股价波动不影响当期利润。</b>
	成本法计量	保险持有被投资银行股份往往在 50%以上, 或通过其他安排获得实际控制权, 采用成本法核算。

资料来源: 财政部、国家金融监督管理总局、中国保险保障基金有限公司、中国资产管理、平安证券研究所

**监管政策鼓励和调整。**不可忽视监管政策调整对于推动险资入市的影响，以 2015 年举牌浪潮为例，2014-2015 年，原保监会持续放宽权益投资比例，将投资单一蓝筹股票的账面余额在上季末总资产占比上限从 5%放宽至 10%，并进一步将增持蓝筹股后的总体上限放宽到 40%，因此大部分险资通过二级市场买入方式快速增持特定企业，以达到满足长期股权投资的条件（持股比例超过 20%或派驻董事），政策放宽一定程度上催生了险资的举牌浪潮。自 2017 年原银保监会发布《关于进一步加强保险资金股票投资监管有关事项的通知》，提高了对于重大股票投资和上市公司收购的监管要求，险资激进举牌行为得到明显遏制。

23 年以来，推动以险资为代表的中长期资金入市的政策出台频率略有加快，2023 年 8 月证监会在媒体采访时提出要“加大各类中长期资金引入力度，提高权益投资比例”，2024 年 4 月新国九条明确提出鼓励保险等中长期资金入市，同年 9 月中央金融办联合证监会印发《关于推动中长期资金入市的指导意见》，监管政策持续松绑，险资入市进度有望持续。

**图表8 险资入市监管重要政策**

	文件名称	主要内容
2014/2/19	关于加强和改进保险资金运用比例监管的通知	1) 投资权益类资产的账面余额，合计不高于上季末总资产的 30%，且重大股权投资的账面余额，不高于上季末净资产。账面余额不包括保险公司以自有资金投资的保险企业股权；2) 投资其他金融资产的账面余额，合计不高于上季末总资产的 25%；4) 境外投资余额，合计不高于上季末总资产的 15%
2015/7/8	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	投资单一蓝筹股票的余额占上季度末总资产的监管比例上限由 5%调整为 10%；投资权益类资产的余额占上季度末总资产比例达到 30%的，可进一步增持蓝筹股票，增持后权益类资产余额不高于上季度末总资产的 40%。
2017/1/24	关于进一步加强保险资金股票投资监管有关事项的通知	1) 收购上市公司，应当使用自有资金。保险机构不得与非保险一致行动人共同收购上市公司，不得以投资的股票资产抵押融资用于上市公司股票投资。2) 投资权益类资产的账面余额，合计不高于上季末总资产的 30%。除另有规定情，保险机构投资单一股票的账面余额，不得高于上季末总资产的 5%。
2022/9/2	《中国银保监会中资商业银行行政许可事项实施办法（2022 年修订）》	国有商业银行、邮政储蓄银行、股份制商业银行变更持有资本总额或股份总额 5%以上股东的变更申请、境外金融机构投资入股申请由银保监会受理、审查并决定。
2023 年 9 月	国家金融监督管理总局关于优化保险公司偿付能力监管标准的通知	1) 对于保险公司投资沪深 300 指数成分股，风险因子从 0.35 调整为 0.3；投资科创板上市普通股股票，风险因子从 0.45 调整为 0.4。 2) 对于保险公司投资公开募集基础设施证券投资基金（REITS）中未穿透的，风险因子从 0.6 调整为 0.5。 3) 对于保险公司投资国家战略性新兴产业未上市公司股权，风险因子为 0.4。国家战略性新兴产业参照国家统计局发布的《战略性新兴产业分类（2018）》。 4) 科技保险适用财产险风险因子计量最低资本，按照 90%计算偿付能力充足率，即特征系数为-0.1，科技保险认定范围另行规定。《保险公司偿付能力监管规则第 4 号：保险风险最低资本（非寿险业务）》第五十五条中关于专业科技保险公司的调控性特征因子不再适用。 5) 保险公司应加强投资收益长期考核，在偿付能力季度报告摘要中公开披露近三年平均的投资收益率和综合投资收益率。
2023 年 10 月	关于引导保险资金长期稳健投资 加强国有商业保险长周期考核的通知	将经营效益类指标的“净资产收益率”由“当年度指标”调整为“3 年周期指标+当年度指标”相结合的考核方式，3 年周期指标为“3 年周期净资产收益率（权重为 50%）”，当年度指标为“当年净资产收益率（权重为 50%）”
2024 年 4 月	国务院印发《关于加强监管防范风险推动资本市场高质量发展的若干意见》	要大力推动中长期资金入市，大力发展权益类公募基金，优化保险资金权益投资政策环境，完善全国社会保障基金、基本养老保险基金投资政策，鼓励银行理财和信托资金积极参与资本市场。
2024 年 9 月	《关于推动中长期资金入市的指导意见》	着力完善各类中长期资金入市配套政策制度。建立健全商业保险资金、各类养老金等中长期资金的三年以上长周期考核机制，推动树立长期业绩导向。培育壮大保险资金等耐心资本，打通影响保险资金长期投资的制度障碍，完善考核评估机制，丰富商业保险资金长期投资模式，完善权益投资监管制度，督促指导国有保险公司优化长周期考核机制，促进保险机构做坚定的价值投资者，为资本

		市场提供稳定的长期投资。完善全国社保基金、基本养老保险基金投资政策制度，支持具备条件的用人单位放开企业年金个人投资选择，鼓励企业年金基金管理人探索开展差异化投资。鼓励银行理财和信托资金积极参与资本市场，优化激励考核机制，畅通入市渠道，提升权益投资规模。
2024年12月	《关于延长保险公司偿付能力监管规则（II）实施过渡期有关事项的通知》	将原定2024年底结束的保险公司偿付能力监管规则（II）过渡期延长至2025年底
2025年4月	《关于调整保险资金权益类资产监管比例有关事项的通知》	简化档位标准，将部分档位偿付能力充足率对应的权益类资产比例上调5%，进一步拓宽权益投资空间，为实体经济提供更多股权性资本。

资料来源：国务院、国家金融监督管理总局、证监会、平安证券研究所

### 1.3 中长期资金入市持续，板块吸引力仍存

险资入市仍将持续，板块增量资金持续注入。政策指导和自身需求下，以险资为代表的中长期资金入市进度近年来有所加快，从举牌行为上来说，2020年和兴起于2024年的险资投资银行的持股比例整体略有下降，综合考虑会计准则、政策引导、低利率环境和资产荒等因素的影响，我们认为银行板块整体对于险资等中长期资金的吸引力仍存，中长期资金有望成为板块估值修复的助推器。

图表9 保险资金投资银行股情况

	保险公司	涉及银行	当年末持股占总股本比例（%）	24年末或最新持股比例（%）
2010年	再保险集团	光大银行	3.63%	3.93%
	平安人寿	平安银行	29.89%	57.94%
	太平洋人寿	沪农商行	4.00%	5.81%
2013年	民生人寿	浙商银行	4.27%	2.80%
2015年	安邦保险	招商银行	10.72%	-
	安邦保险	民生银行	9.05%	-
	富德生命人寿	浦发银行	19.43%	20.66%
	中国人保	兴业银行	11.68%	12.90%
	大家人寿	民生银行	6.49%	16.79%
2016年	中国人保	华夏银行	19.99%	16.11%
2017年	阳光人寿	北京银行	3.41%	-
2018年	太平洋人寿	中国银行	0.13%	0.11%
	大家人寿	招商银行	4.99%	-
	和谐健康人寿	招商银行	4.99%	4.48%
2019年	太平人寿	沪农商行	4.78%	4.30%
2020年	中国人寿	农业银行（H股）	0.97%	-
	太平人寿	农业银行（H股）	0.44%	-
	中国人寿	工商银行（H股）	1.46%	-
	百年人寿	浙商银行（H股）	1.08%	0.83%
	幸福人寿	南京银行	4.07%	3.68%
	富德生命人寿	重庆银行	4.80%	6.26%
2021年	中融人寿	贵阳银行	2.42%	2.42%
2023年	太平人寿	浙商银行	3.36%	3.36%
	信泰人寿	北京银行	3.02%	4.70%
2024年	长城人寿	无锡银行	6.97%	7.17%
	平安人寿	建设银行（H股）	4.82%	4.81%
	信泰人寿	浙商银行	3.63%	3.63%
	新华人寿	建设银行	0.08%	0.08%
	瑞众人寿	兴业银行	2.74%	2.74%
	中国人寿	邮储银行	0.89%	0.89%
2025年	平安人寿	农业银行（H股）	-	1.24%
	平安人寿	招商银行（H股）	-	1.83%



经营稳健，资本充足，分红可持续。虽然近年来商业银行盈利增速受到资产端定价水平下行所带来的拖累，增速水平 2024 年以来出现了一定程度下滑，但一方面考虑到行业目前拨备水平仍然较为夯实，是支撑利润稳健的安全垫，另一方面政策关注度略有提升，特别是 2025 年 4 月国有大行资本补充计划的落地进一步夯实了银行业稳健经营的基础。

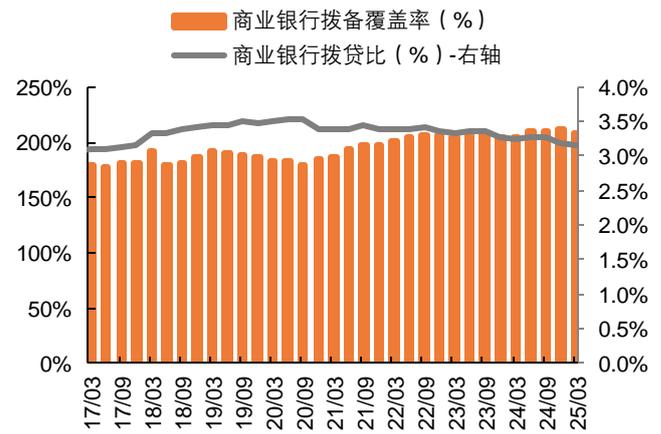
此外，行业整体资本水平同样较为充足，是支撑分红水平保持稳定的重要基础，截止 2025 年 1 季度末，商业银行核心一级资本充足率和资本充足率分别是 10.7%/15.3%，同比增加了 0.2pct/0.4pct。

图表12 商业银行净利润增速相对稳定



资料来源：国家金融监督管理总局，wind，平安证券研究所

图表13 商业银行拨备覆盖率保持稳定



资料来源：国家金融监督管理总局，wind，平安证券研究所

## 2.2 战略协同，银保渠道高质量发展

有序举牌，多方共赢，银保渠道健康发展。不同于 2015 年部分险资处于争夺控制权、利用股价波动套利所导致的举牌行为，我们认为当下险资举牌银行更多的是在于其投资回报诉求，持续完善的险资股权投资监管体系，使得过去“野蛮人敲门”方式的举牌行为出现概率较低，特别是针对银行股权变动超过 5%部分需要监管审批进一步强化了股权治理。此外当前会计准则变化+资产荒情形，使得险资更多的是倾向财务投资层面，对于控制银行经营的诉求相对较少。

投资上市银行股权有望持续深化战略协同，根据《中国保险年鉴（2024）》，2023 年银邮渠道保费收入占比达到 36.7%，银行广泛的实体网点布局以及营销网络有望成为保险产品销售的助推器。

图表14 有关险资投资银行的重要监管文件

文件名称	主要内容
《商业银行股权管理暂行办法》	投资人及其关联方、一致行动人单独或合计拟首次持有或累计增持商业银行资本总额或股份总额 5%以上的，应当事先报银保监会或其派出机构核准。对通过境内外证券市场拟持有商业银行股份总额 5%以上的行政许可批复，有效期为 6 个月。同一投资人及其关联方、一致行动人作为主要股东参股商业银行的数量不得超过 2 家，或控股商业银行的数量不得超过 1 家。
《保险资金投资股权管理暂行办法（征求意见稿）》	<p>保险公司投资企业股权，应当符合下列规定：</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>（一）重大股权投资，应当运用自有资金；</li> <li>（二）一般股权投资，可以运用自有资金或者与投资资产相匹配的责任准备金。保险公司与标的企业及其股东存在关联关系的，应当运用自有资金。</li> <li>（三）间接投资股权，可以运用资本金和保险产品的责任准备金。人寿保险公司运用万能、分红和投资连结保险产品的资金，财产保险公司运用非寿险非预定收益投资型保险产品的资金，应当满足产品特性和投资方案的要求；</li> </ul> <p>保险公司投资企业股权，应当符合下列比例规定：</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>（一）除重大股权投资外，投资同一企业股权的账面余额，不超过本公司净资产的 30%；</li> <li>（二）投资同一股权投资基金的账面余额，不超过该基金发行规模的 30%；保险集团（控股）及其保险子公司投资同一股权投资基金的账面余额，不超过该基金发行规模的 60%。</li> </ul>

《保险资金运用管理办法》	保险集团（控股）公司、保险公司的重大股权投资，应当报中国保监会核准。
《关于优化保险公司偿付能力监管标准的通知》	对于保险公司投资沪深 300 指数成分股，风险因子从 0.35 调整为 0.3;投资科创板上市普通股票，风险因子从 0.45 调整为 0.4。

资料来源：国务院、原银保监会、国家金融监督管理管理、平安证券研究所

### 三、选股思路：股息率+交易成本+基本面表现三轮驱动

综合考虑当下险企配置需求，我们认为股息率、交易成本以及基本面稳健性是重要的考量因素。股息率仍是选择的核心，以 6 月 9 日股价以及 2024 年分红额计算来看，A 股上市银行平均股息率为 4.13%，相较无风险利率的溢价水平仍处高位，大中型银行中以华夏银行（5.27%）、平安银行（5.19%）和交通银行（4.94%）股息率相对领先，区域行中以北京银行（4.97%）、南京银行（4.92%）和贵阳银行（4.89%）股息率绝对水平相对较高，其中厦门银行前十大股东中暂无险资身影。特别值得关注的是港股配置价值，流动性折价导致估值水平相对更低，股息率相对优势更为突出，以建设银行（5.85%）、浙商银行（5.80%）和交通银行（5.69%）H 股股息率位于前三位。

我们认为交易成本可主要从股权分散程度、市场容量和估值等因素进行考量，从而适配不同体量资金的需求。我们分别从不同市场内的自由流通市值角度出发，以 A 股不同类型银行为例，大中型银行中自由流通市值占总市值比例较高的银行分别是兴业银行（75.0%）、浙商银行（57.1%）和民生银行（51.2%），区域行中占比相对较高的银行分别是江阴银行（94.1%）、常熟银行（86.0%）和苏农银行（86.5%）。

基于险资中长期配置需要，以及基于股息率为核心的配置需求，我们认为盈利水平、资产质量情况、资本水平或是影响分红稳定性的核心因素。首先从盈利水平来看，以 2024 年末数据为例，从 ROE 水平来看，大中型银行中招商银行（14.49%）、建设银行（10.69%）和农业银行（10.46%）2024 年年化加权平均 ROE 水平相对较高，区域行中成都银行（17.81%）、杭州银行（16.0%）和常熟银行（14.15%）ROE 水平相对较高。其次从资产质量角度来看，截至 2024 年年末，不良率低于 1% 的银行共有 16 家，其中以成都银行（0.66%）、厦门银行（0.74%）、杭州银行（0.76%）、宁波银行（0.76%）不良率水平位于行业最优。最后从资本水平来看，截至 2024 年末，工行、建行、招行、渝农商、江阴和沪农商行核心一级资本充足率皆超过了 14%。

#### 3.1 股息率仍是核心，险资入市正当时

**股息稳定可持续，稳健分红夯实基础。**首先从静态股息率水平来看，以 6 月 9 日股价以及 2024 年分红额计算来看，A 股上市银行平均股息率为 4.13%，相较无风险利率的溢价水平仍处高位，大中型银行中以华夏银行（5.27%）、平安银行（5.19%）、和交通银行（4.94%）股息率相对领先，区域行中以北京银行（4.97%）、南京银行（4.92%）和贵阳银行（4.89%）股息率绝对水平相对较高，其中厦门银行前十大股东中暂无险资身影。

此外，15 家 AH 两地上市银行中，由于港股流动性折价，因此估值水平相对更低，股息率相对优势更为突出，以建设银行（5.85%）、浙商银行（5.80%）和交通银行（5.69%）H 股股息率位于前三位。

**从分红的稳定和持续性上来说**，42 家 A 股上市银行中有 26 家银行 24 年分红率同比抬升，其中分红率绝对水平超过 25% 的银行共有 27 家。从分红提升幅度上看，宁波、郑州、西安、沪农商、中信和杭州银行 24 年分红率同比提升幅度超过 2%。若从 23 年数据来看，42 家上市银行中分红率同比抬升的银行共有 23 家，分红率超过 25% 的银行共有 27 家。

图表15 A股上市银行情况股息率情况

		24年A股股息率 (%)	24年H股股息率 (%)	AH溢价率 (%)	PB	2024年分红率 (%)	2023年分红率 (%)	2022年分红率 (%)
国有大行	工行	4.35%	5.61%	29.95%	0.68	30.00%	30.0%	30.0%
	中行	4.46%	5.66%	28.36%	0.67	30.00%	30.0%	30.0%
	农行	4.33%	4.84%	13.69%	0.74	30.01%	30.0%	30.0%
	建行	4.50%	5.85%	31.52%	0.70	30.02%	30.1%	30.0%
	交行	4.94%	5.69%	16.34%	0.58	30.07%	30.0%	30.1%
	邮储	4.91%	5.45%	12.37%	0.63	30.00%	30.0%	30.0%
股份行	招行	4.48%	4.30%	-4.21%	1.06	33.99%	33.9%	31.8%
	中信	4.22%	5.28%	27.21%	0.67	28.37%	26.0%	25.9%
	民生	4.18%	4.84%	16.04%	0.36	26.03%	26.4%	26.6%
	兴业	4.45%		-	0.63	28.52%	28.0%	27.0%
	浦发	3.33%		-	0.54	26.59%	25.7%	18.4%
	光大	4.73%	5.44%	16.18%	0.49	26.78%	25.1%	25.1%
	华夏	5.27%		-	0.40	23.29%	23.2%	24.3%
	平安	5.19%		-	0.52	26.51%	30.0%	12.2%
浙商	4.76%	5.80%	21.84%	0.51	28.21%	29.9%	32.8%	
城商行	北京	4.97%		-	0.50	26.19%	26.4%	26.5%
	南京	4.92%		-	0.78	30.01%	30.0%	30.0%
	宁波	3.39%		-	0.83	21.91%	15.5%	14.3%
	上海	4.70%		-	0.63	30.15%	29.0%	25.5%
	江苏	4.64%		-	0.86	30.00%	30.0%	30.0%
	杭州	3.93%		-	0.92	23.48%	21.4%	20.3%
	长沙	4.13%		-	0.60	21.58%	20.5%	20.7%
	成都	4.62%		-	0.99	29.37%	29.3%	29.2%
	贵阳	4.89%		-	0.36	20.53%	19.1%	18.0%
	郑州	0.98%	2.14%	118.42%	0.42	9.69%	0.0%	0.0%
	青岛	3.10%	4.39%	41.95%	0.78	21.84%	26.2%	30.2%
	西安	2.60%		-	0.51	17.37%	10.1%	30.2%
	苏州	4.62%		-	0.81	32.50%	31.1%	30.9%
	重庆	3.64%	5.48%	52.55%	0.74	28.11%	28.8%	28.2%
齐鲁	4.01%		-	0.80	25.85%	25.1%	23.8%	
厦门	4.80%		-	0.66	31.53%	30.7%	30.5%	
兰州	4.12%		-	0.46	30.47%	30.6%	39.4%	
农商行	渝农商	4.04%	4.96%	23.64%	0.67	30.05%	30.1%	30.0%
	青农商	3.39%		-	0.55	23.34%	21.6%	0.0%
	紫金	3.44%		-	0.55	22.55%	22.6%	22.9%
	常熟	3.46%		-	0.85	19.77%	20.9%	25.0%
	无锡	3.56%		-	0.63	21.44%	19.9%	21.5%
	江阴	4.30%		-	0.62	24.17%	24.8%	24.2%
	苏农	2.94%		-	0.61	16.98%	18.6%	20.4%
	张家港	4.42%		-	0.63	26.02%	24.3%	25.8%
	瑞丰	3.44%		-	0.62	20.42%	20.4%	14.8%
	沪农商	4.23%		-	0.79	33.91%	30.1%	30.1%
行业均值	4.13%	5.05%	29.72%	0.65	26.1%	25.4%	24.9%	

资料来源: wind、平安证券研究所

注: 分红率=现金分红总额/归属于母公司股东的净利润; 分红率红色代表同比提升; 股息率和溢价率红色代表该项指标位于行业均值以上; 股息率/溢价率/PB以2025年6月9日收盘价计算;

### 3.2 交易成本值得关注, 股权分散且稳定资产易受青睐

我们认为交易成本可主要从股权分散程度、市场容量和估值等因素进行考量，板块可适配不同体量资金的需求。我们分别从不同市场内的自由流通市值角度出发，以A股不同类型银行为例，大中型银行中自由流通市值占总市值比例较高的银行分别是兴业银行(75.0%)、浙商银行(57.1%)和民生银行(51.2%)，区域行中占比相对较高的银行分别是江阴银行(94.1%)、常熟银行(86.0%)和苏农银行(86.5%)。

从险资持股角度来看，A股上市银行中前十大股东中出现险资身影的总共有22家，险资合计持股比例超过5%的有11家。持股比例方面，中国平安保险集团中国平安及其控股子公司平安人寿共持有平安银行58%的股份，并派驻4名董事，属于控股层面。持股范围上，险资持股银行涵盖大中小型银行，其中股份制银行最受青睐，11家险企持有股份行股份。

图表16 A股上市银行二级交易股本情况

		A股自由流通市值 (亿元)	A股总市值(亿 元)	A股自由流通市值占比 (%)	H股流通市值(亿 元)	H股总市值(亿 元)	港股自由流通市值占比 (%)	险资名单
国有大行	工行	2,451	25,234	9.7%	5,164	21,206	24.4%	平安人寿
	中行	1,095	15,985	6.8%	3,863	13,601	28.4%	太平洋人寿
	农行	1,773	19,564	9.1%	1,651	18,794	8.8%	
	建行	595	22,401	2.7%	6,362	18,601	34.2%	新华人寿/平安人寿
	交行	1,762	5,696	30.9%	522	5,347	9.8%	
	邮储	551	5,285	10.4%	824	5,137	16.1%	平安人寿/中国人寿
股份行	招行	4,722	11,248	42.0%	1,924	12,824	15.0%	和谐健康保险
	中信	413	4,680	8.8%	834	4,018	20.8%	中国人寿/瑞众人寿
	民生	1,029	2,010	51.2%	329	1,891	17.4%	大家人寿
	兴业	3,708	4,944	75.0%	-	-		中国人保/瑞众人寿/大家人寿
	浦发	1,173	3,613	32.5%	-	-		富德生命人寿
	光大	641	2,363	27.1%	177	2,222	8.0%	人寿再保险
	华夏	392	1,224	32.0%	-	-		中国人保财险
	平安	956	2,272	42.1%	-	-		平安集团
	浙商	515	901	57.1%	134	807	16.5%	信泰人寿/太平人寿/民生人寿
城商行	北京	943	1,362	69.3%	-	-		信泰人寿
	南京	630	1,257	50.1%	-	-		幸福人寿
	宁波	898	1,753	51.2%	-	-		
	上海	978	1,512	64.7%	-	-		
	江苏	1,669	2,059	81.1%	-	-		
	杭州	654	1,086	60.3%	-	-		新华人寿
	长沙	238	409	58.1%	-	-		
	成都	429	817	52.5%	-	-		
	贵阳	162	217	74.9%	-	-		中融人寿
	郑州	97	185	52.0%	9	93	10.0%	
	青岛	96	300	32.0%	29	231	12.7%	
	西安	45	171	26.6%	-	-		
	苏州	326	387	84.2%	-	-		中国人寿
	重庆	70	395	17.6%	48	283	17.1%	富德生命人寿
齐鲁	164	323	50.8%	-	-			
厦门	76	170	44.7%	-	-			
兰州	92	140	65.7%	-	-			
农商行	渝农商	445	856	51.9%	145	756	19.1%	
	青农商	146	197	74.4%	-	0		
	紫金	79	107	74.4%	-	0		
	常熟	206	240	86.0%	-	0		利安人寿/国华人寿
	无锡	94	136	69.5%	-	0		长城人寿
	江阴	108	114	94.1%	-	0		
	苏农	97	112	86.5%	-	0		
	张家港	87	110	79.1%	-	0		
	瑞丰	95	114	83.5%	-	0		
	沪农商	563	986	57.1%	-	0		太平洋人寿/太平人寿

资料来源: wind、平安证券研究所

注：自由流通股本指流通股本-其他扣除数，其他扣除数主要包括：1) 持股≥5%的大股东持有的流通股份；2) 持股<5%的股东持有的流通股份，考虑一致行动人(即和≥5%股东有关联关系或者虽然持股<5%，但关联方累计≥5%)；3) 前10大股东或前10大流通股股东中公布的高管持股数，一般全流通情况下扣除75%(因为公司法规定高管每年实际可流通的不超过其持股数的25%，其他情况视上市公司具体公布情况)；其中持股≥5%指股东及其一致行动人持有A股股份数占上市公司A股总数的比例；灰色底色代表有保险持仓；险资持股明细综合公司十大股东、公司公告、港股公告等内容综合判断

### 3.3 盈利稳健可持续，经营基础夯实银行值得关注

基于险资中长期配置需要，以及基于股息率为核心的配置需求，我们认为盈利水平、资产质量情况、资本水平或是影响分红稳定性的核心因素。首先从盈利水平来看，以24年末数据为例，从ROE水平来看，大中型银行中招商银行(14.49%)、建设银行(10.69%)和农业银行(10.46%)24年年化加权平均ROE水平相对较高，区域行中成都银行(17.81%)、杭州银行(16.0%)和常熟银行(14.15%)ROE水平相对较高，其中成都银行前十大股东中暂无险资身影。

其次从资产质量角度来看，截至24年年末，不良率低于1%的银行共有16家，其中以成都银行(0.66%)、厦门银行(0.74%)、杭州银行(0.76%)、宁波银行(0.76%)不良率水平位于行业最优。拨备水平来看，24年末拨备覆盖率超过500%有杭州和常熟两家银行，超过400%的有招行、成都、苏州、无锡和苏农。若以拨贷比来看，超过4%的有杭州、贵阳、苏州、渝农商和青农商行。

最后从资本水平来看，夯实的资本水平同样有望成为分红稳定的基石。截至24年末，核心一级资本充足率超过10%的共有21家，其中工行、建行、招行、渝农商、江阴和沪农商行核心一级资本充足率皆超过了14%，资本水平位于上市银行第一梯队。特别是今年以来大行定增方案的出台，大行整体的资本充足水平将进一步提升。

图表17 A股上市公司盈利、风险及资本情况

		24年末数据						
		年化ROE (%)	归母净利润增速 (%)	过去三年归母净利润 CAGR 增速 (%)	不良率 (%)	拨备覆盖率 (%)	拨贷比 (%)	核心一级资本充足率 (%)
国有大行	工行	9.88%	0.51%	2.48%	1.34%	215%	2.87%	14.1%
	中行	9.50%	2.56%	4.80%	1.25%	201%	2.50%	12.2%
	农行	10.46%	4.72%	8.15%	1.30%	300%	3.88%	11.4%
	建行	10.69%	0.88%	5.32%	1.34%	234%	3.12%	14.5%
	交行	9.08%	0.93%	3.37%	1.31%	202%	2.64%	10.2%
	邮储	9.84%	0.24%	6.55%	0.90%	286%	2.58%	9.6%
股份行	招行	14.49%	1.22%	11.24%	0.95%	412%	3.92%	14.9%
	中信	9.79%	2.33%	11.02%	1.16%	209%	2.43%	9.7%
	民生	5.18%	-9.85%	-3.08%	1.47%	142%	2.09%	9.4%
	兴业	9.89%	0.12%	-3.37%	1.07%	238%	2.55%	9.8%
	浦发	6.28%	23.31%	-7.60%	1.36%	187%	2.54%	8.9%
	光大	7.93%	2.22%	-1.99%	1.25%	181%	2.26%	9.8%
	华夏	8.84%	4.98%	8.44%	1.60%	162%	2.59%	9.8%
	平安	10.08%	-4.19%	10.68%	1.06%	251%	2.66%	9.1%
	浙商	8.49%	0.92%	9.57%	1.38%	179%	2.46%	8.4%
城商行	北京	8.65%	0.81%	7.81%	1.31%	209%	2.73%	9.0%
	南京	12.97%	9.05%	12.80%	0.83%	335%	2.77%	9.4%
	宁波	13.59%	6.23%	17.81%	0.76%	389%	2.97%	9.8%
	上海	10.01%	4.50%	3.38%	1.18%	270%	3.18%	10.4%
	江苏	13.59%	10.76%	27.16%	0.89%	350%	3.12%	9.1%
	杭州	16.00%	18.07%	35.42%	0.76%	541%	4.11%	8.9%
	长沙	11.81%	4.87%	11.42%	1.17%	313%	3.66%	10.1%
	成都	17.81%	10.17%	28.14%	0.66%	479%	3.16%	9.1%
	贵阳	8.35%	-7.16%	-7.58%	1.58%	257%	4.05%	12.9%
	郑州	3.21%	1.39%	-23.75%	1.79%	183%	3.27%	8.8%
	青岛	11.51%	20.16%	20.79%	1.14%	241%	2.74%	9.1%
	西安	7.97%	3.91%	-4.48%	1.72%	184%	3.16%	10.1%
	苏州	11.68%	10.16%	27.73%	0.83%	484%	4.01%	9.8%
	重庆	9.29%	3.80%	4.75%	1.25%	245%	3.05%	9.9%
	齐鲁	12.52%	17.77%	28.16%	1.19%	322%	3.83%	10.8%
	厦门	9.36%	-2.60%	9.38%	0.74%	392%	2.89%	9.9%
兰州	5.65%	1.29%	9.79%	1.83%	202%	3.70%	8.7%	
农商行	渝农商	9.28%	5.60%	9.74%	1.18%	363%	4.28%	14.2%
	青农商	7.62%	11.24%	-3.47%	1.79%	251%	4.49%	10.7%
	紫金	8.42%	0.30%	3.51%	1.24%	201%	2.50%	10.8%

常熟	14.15%	16.20%	32.01%	0.77%	501%	3.86%	11.2%
无锡	10.62%	2.35%	19.39%	0.78%	458%	3.57%	11.8%
江阴	11.55%	7.88%	26.46%	0.86%	369%	3.18%	14.1%
苏农	11.67%	11.62%	29.47%	0.90%	429%	3.86%	10.9%
张家港	11.05%	5.13%	20.03%	0.94%	376%	3.52%	11.1%
瑞丰	10.83%	11.27%	22.96%	0.97%	321%	3.10%	13.7%
沪农商	10.35%	1.20%	12.57%	0.97%	352%	3.40%	14.7%
行业	10.24%	2.35%	5.71%	1.16%	296%	3.17%	10.72%

资料来源: wind、平安证券研究所

注: 红色代表该项数据优于行业均值;

## 四、投资建议：“顺周期+高股息”，关注中长期资金入市催化

一方面我们持续提示板块股息价值吸引力，板块股息率相对以 10 年期国债收益率衡量的无风险利率的溢价水平仍处于历史高位，且仍在继续走阔，类固收的配置价值持续。与此同时，我们关注成长性优异及受益于政策实效的区域行，区域经济修复或将提升盈利端向上弹性。最后，预期改善对于股份行的催化值得期待，重点观察来自地产和消费领域的政策支持力度以及修复情况。目前板块静态 PB 仅为 0.67 倍，对应隐含不良率超过 15%，安全边际充分。**个股维度，我们推荐：1) 基本面稳健，受益于政策预期修复的区域行（成都、长沙、苏州、常熟、宁波），并关注股份行困境反转预期下的配置机会（兴业、招行）；2) 高股息个体的配置价值依然突出（工行、建行、上海）。**

## 五、风险提示

- 1) **政策推进不及预期。**资本市场的改革以及金融服务质效的提升都是长久而艰巨的任务，政策的落地效果、推广进度和改革方向都存在不及预期的风险。
- 2) **宏观经济下行超出预期。**市场的需求和企业的盈利同宏观经济环境变化息息相关，经济承压背景下带来的风险暴露或将拖累相关产业的发展。
- 3) **金融政策监管风险。**银行业务对监管政策敏感度高，相关监管政策的出台可能深刻影响行业当前的业务模式和盈利发展空间。

## 平安证券研究所投资评级：

### 股票投资评级：

- 强烈推荐（预计6个月内，股价表现强于市场表现20%以上）
- 推荐（预计6个月内，股价表现强于市场表现10%至20%之间）
- 中性（预计6个月内，股价表现相对市场表现在±10%之间）
- 回避（预计6个月内，股价表现弱于市场表现10%以上）

### 行业投资评级：

- 强于大市（预计6个月内，行业指数表现强于市场表现5%以上）
- 中性（预计6个月内，行业指数表现相对市场表现在±5%之间）
- 弱于大市（预计6个月内，行业指数表现弱于市场表现5%以上）

### 公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

### 免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司(以下简称“平安证券”)的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2025 版权所有。保留一切权利。

## 平安证券

平安证券研究所

电话：4008866338

深圳

深圳市福田区益田路 5023 号平安金融中心 B 座 25 层

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 26 楼

北京

北京市丰台区金泽西路 4 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 B 座 25 层