

从长城人寿举牌无锡银行看险资举牌动向

高 ROE 资产进一步受险资青睐

◆ 行业研究 · 行业快评

◆ 非银金融 · 保险 II

◆ 投资评级: 超配(维持评级)

证券分析师: 孔祥
证券分析师: 王剑

021-60375452
021-60875165

kongxiang@guosen.com.cn
wangjian@guosen.com.cn

执证编码: S0980523060004
执证编码: S0980518070002

事项:

2024 年 1 月 11 日, 无锡银行发布公告, 长城人寿保险股份有限公司(以下简称“长城人寿”)当前持股比例达到 5% 的举牌线。这是自 2015 年底以来, 继中国人民财产保险举牌华夏银行之后, 保险资金再次举牌银行股。

国信金融观点: 目前 A 股市场银行股估值水平较低, 叠加相对稳定的股息率, 符合险资长期、稳定的资产端需求。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, 因此保险公司通过举牌上市公司能够实现一定的会计利润平滑, 降低权益工具投资的投资收益波动。维持行业“超配”评级, 我们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:

◆ 险资举牌银行股, 匹配投资收益偏好

2024 年 1 月 11 日, 无锡银行发布公告称, 2023 年 12 月 29 日至 2024 年 1 月 9 日, 长城人寿通过上海证券交易所交易系统在二级市场以集中竞价交易方式增持该行股份 999.99 万股, 占该行总股本的 0.46%。截至公告披露日, 长城人寿持有其股份 1.08 亿股, 占该行总股本的 5.00%。根据相关规定, 长城人寿持股比例已达到举牌条件。

2015 年以来, 险资举牌银行股共计 8 次, 最近一次为 2015 年人保财险举牌华夏银行。因此, 本次长城人寿的举牌是险资时隔 8 年后的又一配置行为。长城人寿成立于 2007 年, 是全国性的人身险公司, 同时也是北京金融街投资(集团)有限公司旗下金融板块公司, 是北京市国资委重要的下属子公司。2023 年前三季度, 无锡银行实现总资产 2333.62 亿元, 同比增长 10.28%; 实现营业收入 34.92 亿元, 同比增长 0.89%; 归属上市公司股东净利润 16.76 亿元, 同比增长 16.14%。

2023 年以来, 险资举牌上市公司频率有所回升。根据中国保险行业协会披露信息显示, 2023 年全年险资举牌上市公司次数达到 9 次, 超过 2021 年及 2022 年的数量。其中, 2024 年 1 月 2 日, 紫金保险举牌华光环能, 这是 2024 年以来险资的首次举牌。

目前 A 股市场银行股估值水平较低, 叠加相对稳定的股息率, 符合险资长期、稳定的资产端需求。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, 因此保险公司通过举牌上市公司能够实现一定的会计利润平滑, 降低权益工具投资的投资收益波动。因此, 我们预计此次长城人寿通过举牌无锡银行, 或将获取相对稳定的投资收益率。

◆ 新金融工具会计准则下，险资举牌将平滑会计利润波动

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。当险资举牌上市公司时，上市公司的股价波动并不会体现在保险公司的当期损益中，只有其当期净利润会影响保险公司投资收益。因此，从会计准则维度来看，险资举牌上市公司具有一定的平滑利润波动的作用。

按照长期股权投资法要求，当上市公司进行现金分红时，保险公司应该冲减长期股权投资，在此背景之下，保险公司举牌上市公司时，更加偏好具有一定资本增值及实现长期稳定现金流的公司，而不仅仅考虑高分红比例的公司。**因此我们预计，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。**

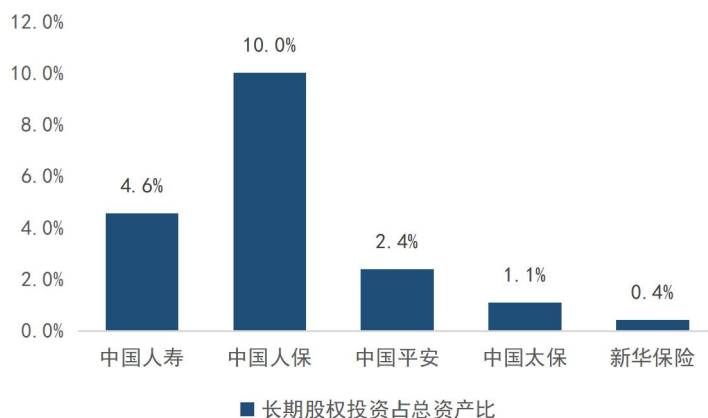
表1：保险公司权益类资产及长期股权投资计量方式

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

政策方面，监管方面推动保险业回归保障本源、专注保险主业。根据原银保监会发布的《保险公司偿付能力监管规则（II）》，针对满足控制、共同控制或重大影响的长期股权投资，按照权益法确定认可价值，并分析认可价值与账面价值的差额对净资本的影响。保险公司对具有控制权的非保险主业的长期股权投资（子公司），实施资本 100%全额扣除，促使保险公司专注主业，防止资本在金融领域野蛮生长。

图1：上市险企 2023H1 长期股权投资占总资产占比（单位：%）



资料来源：公司财报，国信证券经济研究所整理

◆ 历史举牌的脉络： 房地产、银行——消费品——回归银行

险资举牌偏好低估值、高股息率和 ROE，投资行业经历房地产向银行、基建的多元转变。险资举牌起始于 2015 年末，并于 2020 年达到高峰。2015 年，在万能险迅速扩张背景下，负债端的高成本压力促使保险公司增配权益资产。2015 年 12 月 29 日，中融人寿举牌天孚通信等三家上市公司，开启险资举牌浪潮。随着港股震荡调整，其相较于 A 股具备较高折价率，推动 2020 年险资频频举牌 H 股。根据中国保险行业协会披露数据，2020 年险资举牌次数为 28 次，相当于 2017 年-2019 年举牌次数总和。长期来看，低利率趋势伴随收益率下行、监管引导保险资金发挥长期稳健投资优势、新会计准则的实施是促使保险公司增配长期股权投资的重要因素。当前，银行、基建等板块估值水平处于较低水平，波动率与股息率契合收益率和稳定性要求，叠加监管鼓励长期资金入市，保险公司有望持续加码权益市场。

表2: 2015 年以来险资举牌统计

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	2020	华泰资产管理	国创高新	房地产
	中融人寿保险	真视通	计算机		太平人寿保险	大悦城	房地产
	中融人寿保险	天孚通信	电子		中国人寿保险	农业银行H股	银行
	中国人民财产保险	华夏银行	银行		中国太平洋人寿保险	锦江资本	商业贸易
2016	百年人寿	胜利精密	机械设备		中国太平洋保险（集团）	赣锋锂业H股	有色金属
	平安养老保险	久远银海	计算机		太保安联健康保险	赣锋锂业H股	有色金属
	中国平安人寿保险	久远银海	计算机		安信农业保险	赣锋锂业H股	有色金属
	上海人寿保险	中海海盛	交通运输		中国太平洋人寿保险	赣锋锂业H股	有色金属
	泰康人寿保险	保利地产	房地产		中国太平洋财产保险	赣锋锂业H股	有色金属
	泰康人寿保险	苏富比	-		中国人寿保险	中广核电力H股	公用事业
	阳光财产保险	伊利股份	食品饮料		中国太平洋人寿保险	锦江资本	商业贸易
	泰康保险集团	和美医疗	医药生物		太平人寿保险	农业银行H股	银行
	阳光财产保险	吉林敖东	医药生物		中信保诚人寿保险	中国光大控股	非银金融
	中国人寿保险	申万宏源	非银金融		中信保诚人寿保险	中集集团H股	机械设备
2017	国华人寿保险	天宸股份	房地产		中国太平洋人寿保险	锦江资本	商业贸易
	国华人寿保险	龙宇燃油	化工		中国人寿保险（集团）	农业银行H股	银行
	中国人寿保险	京能电力	公用事业		中信保诚人寿保险	中集集团（A+H）	机械设备
	中国平安人寿保险	旭辉控股集团	房地产		中国人寿保险（集团）	工商银行H股	银行
	中国人寿保险	中国联通	通信		百年人寿	顾家家居	轻工制造
	中国平安人寿保险	株式会社津村	医药生物		太平人寿保险	中联重科	机械设备
	中国平安人寿保险	万国数据	互联网服务		中国人寿保险	广百股份	商业贸易
	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		泰康养老保险	阳光城	房地产
	平安养老保险	久远银海	计算机		泰康人寿保险	阳光城	房地产
2018	中国平安人寿保险	中国中药	医药生物	2021	中国人寿保险	工商银行H股	银行
	天安人寿保险	奥马电器	家用电器		泰康人寿保险	金科智慧	物业服务及管理
	中国平安人寿保险	华夏幸福	房地产		和谐健康保险	万达信息	计算机
	华安财产保险	精达股份	机械设备		百年人寿	浙商银行H股	银行
	中国人寿资产管理	通威股份	农林牧渔	2022	中国人寿保险（集团）	中国华融	非银金融
	华夏人寿保险	凯撒旅游	休闲服务		泰康人寿保险	京新药业	医药生物
	华夏人寿保险	同洲电子	家用电器		中国太平洋保险（集团）	天齐锂业H股	有色金属
	中国人寿资产管理	万达信息	计算机		中国太平洋人寿保险	天齐锂业H股	有色金属
	中国平安人寿保险	华夏幸福	房地产		中国太平洋财产保险	天齐锂业H股	有色金属
	中国人寿保险（集团）	申万宏源	非银金融	2023	太平人寿保险	工商银行H股	银行
2019	中国人寿保险	万达信息	计算机		太平人寿保险	工商银行H股	银行
	中国平安人寿保险	中国金茂	房地产		中国人寿保险	万达信息	计算机
	中国人寿保险	中广核电力	公用事业		阳光人寿保险	首程控股H股	商业贸易
	中国人寿保险	中国太保	非银金融		中国太平洋人寿保险	光大环境H股	综合
	中国人寿保险	万达信息	计算机		中国太平洋财产保险	光大环境H股	综合
	中国人寿保险	万达信息	计算机		太平洋健康保险	光大环境H股	综合
	中国太平洋人寿保险	上海临港	机械设备		中国太平洋保险（集团）	光大环境H股	综合
					长城人寿保险	浙江交科	建筑装饰
					长城人寿保险	中原高速	交通运输
					阳光人寿保险	天图投资	非银金融
				2024/1/4	紫金财产保险	华光环能	电气设备
				2024/1/12	长城人寿保险	无锡银行	银行

资料来源: iFinD, 国信证券经济研究所整理

◆ 投资建议:

目前 A 股市场银行股估值水平较低, 叠加相对稳定的股息率, 符合险资长期、稳定的资产端需求。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, 因此保险公司通过举牌上市公司能够实现一定的会计利润平滑, 降低权益工具投资的投资收益波动。维持行业“超配”评级, 我们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：

《新华保险与中金资本设立基金点评-增配不动产，匹配长线需求》——2024-01-03

《2023 年 11 月保费收入点评-淡化“开门红”，回归价值本源》——2023-12-17

《国寿新华设立私募证券投资基金点评-探索险资多元入市途径》——2023-11-30

《2023 年 10 月保费收入点评-开门“红不红”？》——2023-11-18

《风险减量，科技赋能-从科技视角看财产险行业转型之路》——2023-11-12

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.CSI）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	买入	股价表现优于市场代表性指数 20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数 10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
	行业投资评级	超配	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
		低配	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