

银行业 | 行业深度研究报告

证券研究报告

2025年10月17日

银行业深度研究报告 ——

银行板块配置新机遇：解读保险资金FVOCI账户的选股逻辑

证券分析师： 夏聿印(分析师)

分析师登记编号： S1190523030003

研究助理： 王子钦(联系人)

一般证券业务登记编号： S1190124010010

报告摘要

➤ 总论

2025年银行板块在“利率下行+政策托底+估值底部”共振下迎来配置窗口，保险资金成为核心增量。1) IFRS 9新准则下FVOCI账户成为权益投资主通道，强化对高分红、低波动资产的配置偏好；2) 银行股凭借类固收属性，成为险资拉长久期、平滑利润的关键工具。监管政策持续放宽权益投资比例、鼓励分红与市值管理，叠加市场风格切换向价值回归，银行股“估值修复+股息兑现”的配置逻辑日趋明朗。

➤ 资产负债久期错配压力倒逼险资布局银行股

寿险资金面临长期负债与短久期资产的错配结构，传统久期资产（如长债、城投债）配置受限，险资亟需寻找“类债券”型权益替代资产。银行股凭借稳定股息（25Q3平均4.29%）、低波动（近3年波动率仅14.9%）、低估值（板块PB仅0.61倍）等特性，成为权益端久期延伸与 β 收益来源的重要补充。

➤ 新准则下FVOCI账户主导保险资金选股行为

IFRS 9实施后，FVOCI账户成为保险公司主要权益配置账户，其优势在于可隔离利润波动、匹配久期要求。以中国人寿、新华保险为例，FVOCI配置权重显著上升。险资更倾向于“低估值+高分红+低波动”的个股，如四大行、招商银行、宁波银行等，形成以股息为锚的穿透型配置框架。

➤ 银行股配置结构轮动：国有大行→股份行→区域行

从2023至2025年上半年，险资与机构资金在银行股中的配置路径展现明显轮动特征：先布局分红稳健、流动性强的国有大行，再转向估值错配明显的股份行与高ROE区域银行。银行二级资本债与永续债（“二永债”）同步作为久期对冲工具，险资普遍采用“正股+二永债”协同配置策略，优化底层收益与资本占用。

➤ 投资建议：四类标的匹配险资多元配置需求

- 1) 稳健型底仓：工商银行、邮储银行和建设银行，适配FVOCI/保障型账户；
- 2) 估值错配型：兴业银行、中信银行和民生银行，兼具分红与估值修复弹性；
- 3) 高成长区域行：成都银行、苏州银行，具备高ROE与补涨空间；
- 4) 港股红利股：中信银行H、重庆银行H和光大银行H，股息率高、波动低、流动性佳。

目录

- 1、保险资金特性与银行股匹配性
- 2、保险新准则下FVOCI账户的配置需求
- 3、银行板块配置现状分析
- 4、险资选股框架：股息率导向下的三轮筛选逻辑
- 5、投资建议
- 6、风险提示

1.1 资产负债匹配的现实约束：久期错配空间收窄，银行股填补空档

一、大背景：监管导向与行业共识强化资产负债管理

2023年3月起，监管部门开始摸底负债成本，推动险企从源头降低负债端成本。据公开数据显示，目前部分头部保险公司已陆续再次下调产品定价利率，以实现资产负债成本匹配。此举反映出保险业对加强资产负债匹配（ALM）管理已达成共识，险企正从组织架构、考核机制、配置策略、科技赋能等方面全面推进ALM体系建设。

二、核心矛盾：久期错配长期存在，结构性压力突出

根据中国保险资产管理业协会数据，寿险公司目前负债平均久期超12年，资产平均久期仅约6年，久期缺口长期存在。每年超过2万亿元保险资金需要配置或再投资，但长期资产供应不足，造成资产端久期普遍偏短；在低利率环境下，资产收益下降而负债端定价滞后，行业整体面临利差缩窄、匹配失衡的经营压力；主观上，险企普遍面临股东和管理层的短期业绩考核压力，影响资产负债长期管理协调。

三、配置瓶颈：传统久期资产受限，银行股成权益端类债替代

传统的久期匹配资产多以长期国债、基础设施债权计划、不动产投资等为主，但这些资产近年来受限于收益率下行、配置额度收缩及周期性风险增加，边际配置空间明显压缩。例如，截至2025年9月，30年期国债收益率仅为2.25%，低于主流保险产品预定利率。在当前缺乏高质量“可穿透、可计提、可持续”中长期权益资产的背景下，银行股的类固收特征与分红可预期性，为险资提供了在权益端进行久期延伸与稳收配置的稀缺选项。2025Q3银行板块平均股息率达4.29%，分红具

1.1 资产负债匹配的现实约束：久期错配空间收窄，银行股填补空档

备可持续性和确定性，且整体波动率低、估值处于历史底部。

四、实际情况：银行股已成险资的“压舱石”

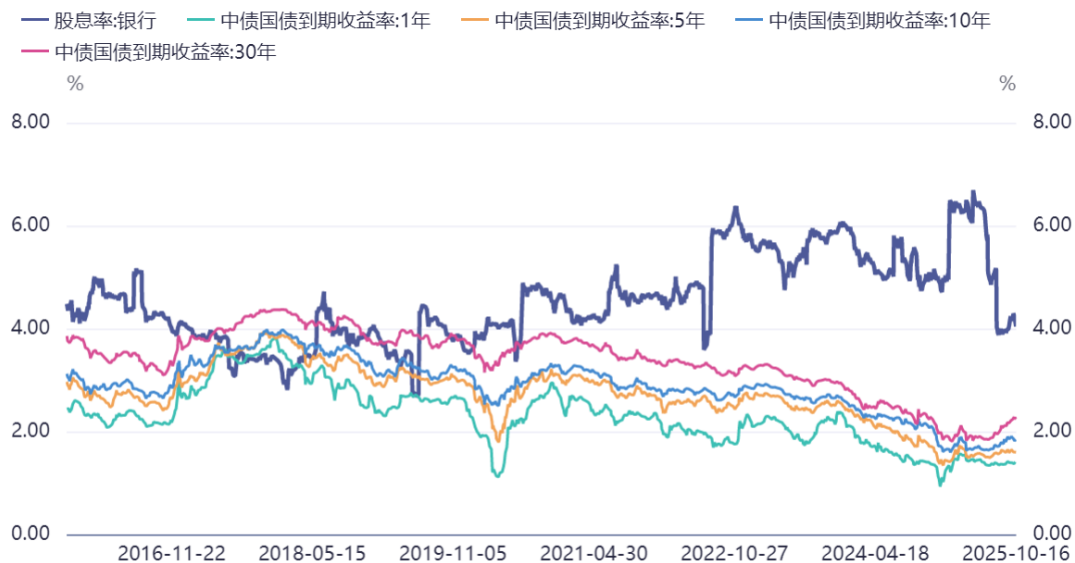
险资实际持仓结构也体现出对银行股的高度偏好。根据东方财富Choice数据，截至2025年H1，保险机构在银行股上的重仓市值约为4145亿元人民币，占其全部重仓A股权益类资产的27.84%，显示出银行板块已成为保险资金权益配置中的“底仓标的”。

1.2 把握风险收益比：银行股的“股债性价比”再凸显

一、股息率高出30年国债约2.5 - 3.8个百分点

在利率下行背景下，传统债券资产的回报持续压缩，保险资金面临“低收益陷阱”，对高股息、低波动的权益类资产配置兴趣提升。截至2025年10月16日，A股银行板块加权平均股息率为4.04%，远超同期30年期（约2.24%）和10年期国债（约1.84%），凸显明显的“债券替代效应”。香港上市的四大国有银行（建行、农行、中行、工行）的股息率区间为4.77% - 6.08%，进一步强化了这一优势。

图表1：银行股息率与不同期限国债收益率对比



资料来源：iFind，太平洋证券

1.2 把握风险收益比：银行股的“股债性价比”再凸显

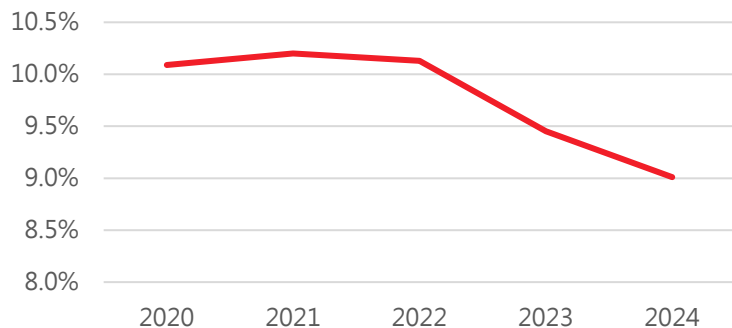
二、估值底部，盈利稳定

从估值角度看，截至2025年9月末，银行板块整体PB（市净率）仅为0.61倍，部分个股（如贵阳银行、民生银行）PB低于0.4倍，已处于历史极端低位区间。2024年银行板块整体ROE为9.01%，2025H1 ROE为4.39%，按年化口径测算约为8.8%，较上年略降。整体盈利水平保持韧性，未出现系统性下滑，估值与盈利错配明显，性价比优势突出。

三、分红机制制度化增强策略执行力

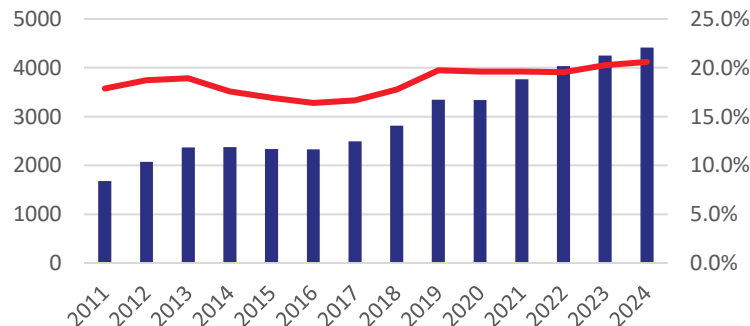
自2023年以来，监管持续强化对上市公司现金分红的引导，2024年“新国九条”进一步明确提升分红比例、鼓励中期分红。银行板块积极响应，包括中行、招商、常熟银行等多家银行已制定2025-2027年分红规划，承诺优先现金分红并提高稳定性。2024年度多数银行分红比例超过15%，现金分红总额4416.00亿元，同比+3.95%；归母净利润21440.70亿元，同比+2.35%。分红机制已制度化、常态化，显著提升“买入-持有-分红”策略的可执行性，持续吸引险资等长期资金配置。

图表2：2020 - 2024年银行业整体ROE走势



资料来源：iFinD，太平洋证券

图表3：银行板块历年现金分红总额与股利支付率趋势



■ 现金分红总额(亿元)

— 股利支付率

资料来源：iFinD，太平洋证券

1.3 监管明确鼓励：权益投资放宽+哑铃型配置认可

政策层面持续释放险资增配权益类资产的信号。2025年4月，国家金融监督管理总局发布《金规〔2025〕12号》，将偿付能力充足率高于350%的保险公司权益投资上限由30%上调至50%，放宽幅度明显；同时强调资产负债匹配原则下对“可预测现金流”的权益资产给予积极支持。

近年来，险资实际配置结构也印证了政策导向。根据中国人寿、太保寿险等龙头险企2024年年报，银行股在其股票投资组合中仍维持高权重并呈现结构性加仓趋势，尤其集中于头部国有行与优质股份行。

从配置结构看，“哑铃型”策略正在成为主流。一端以债券资产保障本金安全与利差收益，另一端则通过配置银行股等“低估值+高分红”的防御型权益资产拉长久期、增强现金流弹性、提高整体回报中枢。银行股独特的“类固收”属性，在新监管环境下被充分认可并纳入权益端主力池。

1.4 当前催化剂：利率下行+政策利好+风格切换

一、利率中枢下移，银行股收益优势凸显

当前进入实质性利率下行周期，收益率中枢持续回落。截至2025年9月末，10年期国债收益率为1.86%，30年期国债收益率更低至2.25%。在此背景下，银行股作为权益类资产中分红率最稳、现金流最可预期的板块，其“收益率溢价”迅速上升。2025Q3银行板块平均股息率为4.29%，形成显著“债券替代效应”。对于需要长期持有、匹配现金流的保险资金而言，银行股的相对收益优势更加突出。

二、政策托底，经济与估值修复共振

宏观政策正持续发力稳增长，地产、制造业、基建等板块出现修复迹象。2024年起，政策托底信号不断强化，包括降准降息、结构性信贷支持、地方债务优化等组合拳释放信用扩张空间。银行作为顺周期行业，资产质量预期改善，盈利能力恢复，叠加监管鼓励分红与市值管理，估值处于底部的银行板块具备“盈利修复+情绪回暖”的双轮驱动基础。截至2025年9月末，银行板块PB仅为0.61倍，远低于历史均值（约0.9-1.1倍），具备明显估值修复空间。

三、风格切换期，银行股重获配置关注

当前A股市场处于风格切换阶段，从高估值成长向低估值高分红板块轮动。过去两年表现分化的TMT、医药板块估值中枢回落，机构资金逐步转向稳定分红、稳健盈利的价值板块。银行股作为“低估值+高股息”代表，在2025年内实现北向资金连续净流入，反映出外资与机构共同的再配置逻辑。随着市场风格由“博弈交易型”向“配置收益型”演变，银行板块在险资、养老金等长线资金中的战略地位有望持续提升。

目录

- 1、保险资金特性与银行股匹配性
- 2、保险新准则下FVOCI账户的配置需求
- 3、银行板块配置现状分析
- 4、险资选股框架：股息率导向下的三轮筛选逻辑
- 5、投资建议
- 6、风险提示

2.1 账户制度变革：FVOCI对险资配置行为的结构性影响

- 自2023年起，IFRS 9在保险行业开始实施，标志着权益投资核算方式从“市价计提—利润确认”的模式向“分账核算—波动隔离”的方向转变。对于保险公司而言，FVOCI账户（以公允价值计入其他综合收益）日益成为配置权益类资产的核心路径，主要基于两点考量：
 - 利润波动隔离：资产价格波动计入其他综合收益，不影响当期利润，有利于平滑财报表现与满足偿付能力监管口径；
 - 投资久期匹配：FVOCI适用于长期持有、高分红资产，与险资“拉久期、稳收益”的资产负债策略天然契合。

2.2 当前实操现状：FVOCI配置行为的三个趋势特征

■ 通过对中国人寿、新华保险、太保寿险等保司2024年年报的拆解，FVOCI账户配置已具备明确方向和配置特征：

(1) 配置权重上升，成为权益资产主力账户之一

近年来，保险资金在权益类资产配置中，逐步将FVOCI账户作为中长期持有工具。该类账户更适用于波动较小、流动性稳定的权益资产，契合保险资金“稳健+穿透式股息”的配置偏好。

(2) 银行股是主配资产，集中于大市值高股息个股

保险公司的FVOCI账户持有大量银行类股票，主要集中于四大行及部分头部股份行。该类标的通常具备较强分红能力和估值稳定性，能够满足保险资金对“穿透型”收益与资产安全的双重要求。

(3) 估值+分红双筛选机制已成共识

2024年下半年起，部分消费、公用事业红利股因估值透支而被险资减持，FVOCI账户中资金向“低估值+高现金分红+低波动”的银行股集中，体现出险资对回撤管理与长期持有能力的双重要求。

2.3 配置偏好研判：险资在FVOCI账户下“选谁、弃谁”？

- 从已披露数据与配置行为看，保险资金在FVOCI账户下形成了较明确的选股规则。从组合管理角度出发，险资并非追求绝对高股息，而更看重“估值-分红-波动-责任合规”的组合均衡性，FVOCI账户下的资产更偏向“ β 收益底仓”。

图表4：险资偏好银行股的配置特征与代表个股

指标	偏好配置特征	示例个股
分红率	连续三年 $\geq 30\%$ ，现金分红稳定	工商银行、邮储银行、建设银行
波动率	年化波动率显著低于沪深300	工商银行、农业银行、宁波银行
流动性与体量	日均成交额 > 10 亿元，市值 > 3000 亿元	四大行、招商银行
治理合规性与责任投资	ESG披露合规，审慎经营，监管配合度高	建设银行、交通银行、邮储银行

资料来源：iFind，太平洋证券整理

2.4 动态调整逻辑：红利资产普涨后的配置再平衡

- 2024年下半年以来，红利股板块出现结构性上涨，银行股估值也出现阶段性修复。在此背景下，多数险资对FVOCI账户中的资产组合进行了审慎调整：
 - 减持估值透支的高分红板块：如部分公用事业、消费红利龙头；
 - 保留低估值高分红银行股作为防御底仓：如交通银行、邮储银行等；
 - 未来可能轮动增配的对象：估值仍处低位、资本充足、分红稳健但前期涨幅较小的区域性银行或国有大行，如建设银行、工商银行等。
- 与此同时，险资对FVOCI账户资产的配置纪律趋严，特别关注如下因素：
 - 当前股息率是否“透支未来分红预期”；
 - 分红覆盖率是否靠真实利润驱动；
 - 股价波动是否已影响估值锚的稳定性。

目录

- 1、保险资金特性与银行股匹配性
- 2、保险新准则下FPOCI账户的配置需求
- 3、银行板块配置现状分析
- 4、险资选股框架：股息率导向下的三轮筛选逻辑
- 5、投资建议
- 6、风险提示

3.1 板块基本面与配置现状：数据结构化梳理

基本面分化扩大，估值错配依然存在，投资价值向“高ROE+稳分红”集中。

图表5：银行板块核心指标中位数与优异样本对比（2025H1）

指标类型	板块中位数（2025H1）	优异样本
年化ROE	9.60%	杭州银行（15.73%）、成都银行（15.18%）
PB（市净率）	0.57x	招商银行（1.04x）、宁波银行（0.82x）
不良贷款率	1.17%	成都银行（0.66%）、杭州银行（0.76%）
股息率	4.25%	华夏银行（5.12%）、平安银行（5.04%）

资料来源：iFinD，太平洋证券整理

3.2 回顾2023 - 2024：银行板块配置逻辑的延续性

□ 主动型公募结构性低配显著

2025年银行股的轮动节奏，与2023 - 2024年结构性风格切换高度一致

(1) 宏观近似性：政策底-估值底-风格轮动链条相似

图表6： 2023 - 2025年银行股轮动逻辑与配置延续性比较

维度	2023 - 2024年风格切换周期	2025年情境
宏观政策	2023年初地产金融托底政策释放	2025年稳增长加码，财政再发力
利率环境	利率中枢持续下行	2025年Q2，10年期国债跌至1.67%
风格表现	TMT估值回落、红利资产接力	成长板块修复受限，红利高股息仍主线

资料来源：公开信息，太平洋证券整理

(2) 结构性演绎路径相似：“先国有大行 → 再股份行 → 后区域行”

图表7： 银行股风格轮动三阶段对比：2023表现 vs 2025年Q2已兑现现象

风格演绎阶段	2023年表现	2025年已发生的现象（截至Q2）
第一阶段	工建中行反弹+ETF建仓	工行建行年初至今反弹超13%，红利ETF加仓
第二阶段	招行、兴业、中信轮动跟进	兴业银行上涨6%，估值仍在0.52x低位
第三阶段	宁波、成都、常熟等滞后补涨	宁波银行6月起拉升，常熟银行累计涨17%

资料来源：公开信息，太平洋证券整理

3.3 板块波动与结构表现总结

- 配置节奏呈现“先大后小”结构
- 板块整体表现：
 - 银行指数（中信）年初至今上涨约11.80%；
 - 与沪深300相比略有跑输，仍处估值底部（PB中位数<0.6x）；
 - 市值权重提升，配置比例尚未完全修复（公募配置率仍低于市值权重）。
- 板块结构差异：

图表8：银行板块涨幅与结构分化表现

类型	今年以来涨跌幅（截至2025-10-16）	备注
国有大行	+13.71%	建行、工行主导ETF流入标的
股份行	+10.66%	兴业、招行估值仍低于历史均值
区域行	+12.03%	宁波、成都、常熟轮动补涨

资料来源：iFinD，太平洋证券整理

3.4 银行二级债与永续债：险资在低利率周期中的久期对冲工具

在当前利率中枢下移、资产久期错配风险加剧背景下，险资除配置银行正股外，银行二级资本债与永续债（“二永债”）正逐步成为其资产负债管理（ALM）中的重要补充资产，具备票息稳定、久期延伸、资本友好等多重优势。

（1）配置动因：久期延伸与“类股息”收益

银行二永债具备准权益属性，票息高于中长期国债，又不影响利润波动，如2023 - 2024年发行的主流银行永续债初始票息普遍在3.6% - 4.3%区间，远高于当期10年国债收益率（<2%）。对于负债久期长、追求稳定现金流的寿险资金而言，二永债成为弥补久期缺口的关键利器。此外，二永多数附带赎回条款（一般为5年、10年），险资可借此匹配自身久期结构，并实现灵活调仓。

（2）配置现状：大型险企集中重仓大行二永

根据中债登披露，截至2024年末，保险资金合计持有银行永续债与二级资本债余额已突破9500亿元，年增长率近13%。其中，国有大行及头部股份行为主要配置对象

图表9：保险资金配置银行二级资本债与永续债情况

债券名称	主体评级	初始票息	发行规模（亿元）	保险资金持仓占比	持仓险企举例
工商银行二级资本债2023	AAA	3.18%	250	25%+	中国人寿、太保资产
招商银行永续债2023	AAA	3.41%	300	18%+	泰康资管、国寿资管
农业银行永续债2024	AAA	2.73%	400	23%+	平安资管、新华保险

资料来源：iFinD，太平洋证券整理

3.4 银行二级债与永续债：险资在低利率周期中的久期对冲工具

(3) 操作策略：“正股+二永”协同建仓，平衡 β 收益与资本回报

部分险资已形成“底仓银行正股 + 增益型二永债券”的双层配置策略。例如，中国太保资产在2022 - 2023年连续增持招商银行永续债，并在招商股价回调期间同步配置其正股，实现股债协同组合管理。分析策略意在：

- 通过票息锁定底层稳定收益
- 通过正股参与估值修复与股息红利
- 实现“平滑久期+提升整体ROE”双重目标

(4) 后续展望：利差收窄下的二永再平衡

尽管2025年部分银行二永新发息略有回落（新券如招行永续债降至3.55%），但险资配置意愿仍强，原因在于：

- 与同评级信用债相比票息优势仍存
- 对资本充足率友好、发行人信誉稳健
- 仍具备“类固收+次级权益”双重属性

后续险资配置或趋于精细化，如偏好“低久期+高票息”的再融资型永续债，或结合对银行主体评级与股息政策的中长期判断，灵活调配正股与二永仓位，实现 β 收益与稳健性兼顾的目标。

3.4 银行二级债与永续债：险资在低利率周期中的久期对冲工具

(5) 政策变动与资产比价影响

2025年8月8日起，新发行国债、地方债及金融债利息收入恢复征收6%增值税，使得二永债与此类债券在税收待遇上的差距缩小，二永债相对税后收益优势提升。预计保险机构在久期匹配和票息收益的双重需求下，将适度增加二永债配置比例。

该政策对保险机构配置二永债带来三方面影响：

一、税负传导

- 新规将使国债、地方债及金融债的税后收益率下降，例如票面利率3%的债券，在征收6%增值税后，税后收益率下降约0.18个百分点。
- 二永债本身利息收入原本需缴税，此次变动使其在税收待遇上的相对劣势减少。

二、资产比价变化

- 过去免税债在同等票息下税后收益率高于二永债，保险资金倾向优先配置免税债。
- 恢复征税后，新发免税债税后收益率与二永债的差距缩小，若信用利差维持，二永债的相对性价比明显提升。

三、策略调整方向

- 保险资金可能适度提高二永债配置比例，尤其在久期匹配和资本管理的组合中增加二永债权重。
- 存量免税债因其税后收益优势可能在二级市场溢价，新发免税债吸引力下降。
- 结合二永债的高票息、资本充足率友好属性，险资或倾向“低久期+高票息”品种，灵活调仓应对利率与税制变化。

3.5 结构性轮动策略：锁定第二阶段估值修复主线

一、国有大行：估值修复趋于充分，配置空间有限

国有大行（如工商银行、农业银行）年初以来涨幅已超15%，PB水平普遍回升至0.55 - 0.98x区间，接近历史均值。

分红能力强、Beta低、适合底仓配置；但因ROE弹性不足、市值庞大、边际估值提升空间有限，不再构成超额收益核心来源；适合作为稳定收益池或ETF底层资产。

二、股份行：ROE稳定但估值滞后，是弹性主力池

股份行中，部分银行盈利能力稳定、风控体系成熟，但市场关注度不足，估值修复滞后。当前PB多在0.45 - 0.55x区间，明显低于其自身5年历史均值。

三、区域行：ROE领跑但短期涨幅领先，配置需讲究节奏与择优

宁波银行、成都银行、常熟银行等区域行ROE持续位居行业前列，盈利能力、资产质量、资本充足率均优于行业均值。尽管涨幅领先，但其ROE水平可持续性、资本补充能力良好，部分银行（如常熟银行）仍有向1.0x PB靠拢的空间。

目录

- 1、保险资金特性与银行股匹配性
- 2、保险新准则下FVOCI账户的配置需求
- 3、银行板块配置现状分析
- 4、险资选股框架：股息率导向下的三轮筛选逻辑
- 5、投资建议
- 6、风险提示

4.1 险资风格演化与Q4结构性配置策略

□ 2025年Q4的结构性风格切换，将从“红利普涨”阶段，逐步过渡至“分红兑现+基本面落地”主导的轮动阶段。

险资作为长期配置力量，预测其配置将倾向以下三项因子叠加的银行标的：

图表10：三因子对应筛选标准与逻辑图

配置因子	筛选标准	背后逻辑
股息率	≥4%，三年稳定	满足FVOCI账户现金流需求
ROE	≥行业中位数，连续稳定	衡量盈利持续性与资产效率
不良率	明显优于行业中位数	控制波动风险，保障资本安全

资料来源：iFinD，太平洋证券整理

4.2 四类配置主线与代表标的

(1) 稳健底仓型（适合传统寿险+保障型账户）

特点：分红稳、ROE稳定、不良低、流动性强

推荐组合：

银行	股息率(%)	ROE (%)	不良贷款率(%)	年化波动率(%)	PB (x)	分红率(%)	分析结论
工商银行	4.01	8.32	1.33	15.58	0.73	29.98	分红高企，盈利稳健，估值适中，适合作底仓配置。
邮储银行	4.12	9.08	0.92	15.92	0.70	30.01	ROE优于行业，分红稳定，资产质量好，估值合理，低波动优选。
建设银行	4.26	9.42	1.33	17.42	0.71	29.99	业绩与估值匹配，盈利持续性强，配置价值稳中有进。

资料来源：iFinD，太平洋证券整理

(2) 成长型估值错配组合（适合万能险/偏股账户）

特点：ROE稳定但估值偏低，基本面强、尚未轮动

推荐组合：

银行	ROE (%)	PB (x)	净息差 (%)	不良率 (%)	YTD涨幅 (%)	分析结论
兴业银行	9.78	0.59	1.75	1.08	11.71	ROE 较强、PB偏低、息差高，基本面兑现，估值仍低。
民生银行	6.42	0.32	1.39	1.48	2.67	估值极低，ROE略弱但具弹性，博弈估值修复逻辑；房地产风险缓释，息差拐点出现。
中信银行	9.10	0.62	1.63	1.16	14.52	ROE改善，PB仍低，资产质量稳，处于轮动前期。

资料来源：iFinD，太平洋证券整理

4.2 四类配置主线与代表标的

(3) 高质量区域行（适合灵活配置账户）

特点：高ROE、高分红、小市值、补涨空间大

推荐组合：

银行	ROE (%)	拨备覆盖率 (%)	总市值 (亿元)	PB (x)	不良贷款率 (%)	YTD涨幅	分析结论
成都银行	15.18	452.65	790.47	0.96	0.66	14.23	ROE高、不良率低，补涨中。
苏州银行	11.24	437.91	384.92	0.78	0.83	8.62	ROE略低、估值尚合理、小市值； 股东问题解决，基本面佳。

资料来源：iFinD，太平洋证券整理

(4) 港股高股息标的（适合OCI、保障型账户）

特点：高股息+基本面稳定无突出问题

推荐组合：

银行	股息率 (TTM)	ROE (%)	PB (x)	不良率 (%)	年化波动率 (%)	YTD涨幅 (%)	分析结论
中信银行	5.22%	8.50	0.51	1.16	19.45	39.08	数字化领先，估值低，分红稳。
重庆银行	5.78%	10.31	0.49	1.17	26.12	32.02	资产优质，周转高，弹性足。
光大银行	6.01%	7.52	0.34	1.25	23.01	20.63	绿色金融，估值底，股息稳。

资料来源：iFinD，太平洋证券整理

目录

- 1、保险资金特性与银行股匹配性
- 2、保险新准则下FPOCI账户的配置需求
- 3、银行板块配置现状分析
- 4、险资选股框架：股息率导向下的三轮筛选逻辑
- 5、投资建议
- 6、风险提示

5.1 国有大行：防御型底仓，稳分红、强流动性

□ 推荐标的：工商银行、邮储银行、建设银行

- 分红稳定：分红率长期维持在28%以上，现金流可预期，匹配险资FVOCI账户配置需求；
- 流动性好：日均成交额高，适合大资金低冲击建仓；
- 估值仍低：如邮储银行PB约0.70x，低于历史中枢；
- 下半年看点：息差企稳+政策托底带来修复预期
- 配置建议：作为组合的“压舱石”，适合险资、公募构建中长期分红底仓。

5.2 优质股份行：估值错杀+基本面兑现，进可攻退可守

□ 推荐标的：兴业银行、民生银行、中信银行

- 兴业、中信盈利能力稳健，ROE长期维持10%以上，具备基本面支撑；民生银行虽ROE偏弱，但受益于息差修复和风险出清，估值修复弹性可期。
- 基本面稳：净息差水平在股份行中居中偏上（兴业 1.75%、中信 1.63%），不良率控制在1.1%左右，资产质量改善明显，风险缓释充分。
- 估值修复弹性大：三家PB在 0.32x - 0.62x 区间，低于行业平均与历史中枢，未充分反映其基本面，具备高弹性修复空间。
- 市场轮动尚未完成：YTD涨幅 2.67% - 14.52%，相对红利蓝筹及高估TMT仍有补涨空间，处于轮动前中期阶段，风险收益比合理。
- 配置建议：从中择优重仓1-2只（如兴业、中信），兼顾分红收益与估值修复弹性，作为组合中“攻守兼备的价值中枢”。

5.3 区域性银行：高ROE+滞涨轮动标的，作为进攻补充

□ 推荐标的：成都银行、苏州银行

- 盈利增长稳健：成都银行净利润保持较高增速，ROE居同类前列；
- 估值具弹性：苏州银行小市值、估值适中，具备修复空间；
- 资产质量优：成都、苏州不良率分别为0.66%、0.83%，风险可控，拨备充足；涨幅滞后：虽已有上涨，年内涨幅仍落后于核心银行股，补涨预期明确；
- 政策驱动：区域经济托底与金融支持政策边际利好地方银行经营修复。
- 配置建议：适合灵活型账户参与轮动，兼具红利、成长与估值修复三重属性。

5.4 港股标的：低估值+高股息+北水回补潜力

□ 推荐标的：中信银行H、重庆银行H、光大银行H

- 股息率领先：三家银行TTM股息率均超过5%，适配保险资金OCI账户分红需求；
- 估值底部：PB均在0.6倍以下，反映出市场对其基本面稳定性的折价，可博估值修复；
- 基本面稳健：不良贷款率稳定在1.2%左右，波动率可控，适合低风险账户配置；
- 分红兑现性强：连续多年派息，股息兑现稳定，为险资提供可持续现金流；
- 增长具弹性：如重庆银行周转效率高，光大银行绿色金融特色明确，具备再估值空间。
- 配置建议：适合追求分红稳定与基本面安全边际的账户（如保险FVOCI、保障型资金），亦具适度轮动弹性。

5.5 盈利预测表

一、国有大行

工商银行	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	821,803.00	822,623.24	834,942.64	865,786.26
营业收入增长率(%)	-2.52%	0.10%	1.50%	3.69%
归母净利（百万元）	365,863.00	362,149.85	367,930.86	383,446.16
净利润增长率(%)	0.51%	-1.01%	1.60%	4.22%
BVPS（元）	10.23	10.97	12.04	13.19
市净率（PB）	0.75	0.70	0.63	0.58
EPS（元）	1.03	1.02	1.03	1.08
市盈率（PE）	7.43	7.51	7.39	7.09

邮储银行	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	348,775.00	352,842.62	365,677.79	382,307.25
营业收入增长率(%)	1.83%	1.17%	3.64%	4.55%
归母净利（百万元）	86,479.00	87,717.23	90,150.43	93,340.58
净利润增长率(%)	0.24%	1.43%	2.77%	3.54%
BVPS（元）	8.37	8.65	9.52	10.42
市净率（PB）	0.69	0.66	0.60	0.55
EPS（元）	0.87	0.73	0.75	0.78
市盈率（PE）	6.59	7.87	7.66	7.40

资料来源：iFinD，太平洋证券，注：摊薄每股收益按最新总股本计算

5.5 盈利预测表

建设银行	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	750,151.00	741,875.64	759,405.22	790,446.30
营业收入增长率(%)	-2.54%	-1.10%	2.36%	4.09%
归母净利（百万元）	335,577.00	337,747.01	344,844.69	357,599.18
净利润增长率(%)	0.88%	0.65%	2.10%	3.70%
BVPS（元）	12.65	13.11	13.98	15.07
市净率（PB）	0.73	0.70	0.66	0.61
EPS（元）	1.34	1.29	1.32	1.37
市盈率（PE）	6.85	7.12	6.97	6.72

资料来源：iFinD，太平洋证券，注：摊薄每股收益按最新总股本计算

二、股份行

兴业银行	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	212,329.00	211,186.54	217,236.83	224,739.32
营业收入增长率（%）	0.69%	-0.54%	2.86%	3.45%
归母净利（百万元）	77,205.00	76,950.37	79,233.30	82,045.54
净利润增长率（%）	0.12%	-0.33%	2.97%	3.55%
BVPS（元）	36.88	38.50	39.63	42.80
市净率（PB）	0.55	0.53	0.52	0.48
EPS（元）	3.72	3.64	3.74	3.88
市盈率（PE）	5.50	5.62	5.46	5.27

民生银行	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	136,290.00	140,177.65	142,384.66	144,281.24
营业收入增长率（%）	-3.21%	2.85%	1.57%	1.33%
归母净利（百万元）	32,296.00	32,440.92	33,290.94	34,259.93
净利润增长率（%）	-9.85%	0.45%	2.62%	2.91%
BVPS（元）	12.51	13.09	13.74	14.33
市净率（PB）	0.32	0.31	0.30	0.28
EPS（元）	0.74	0.74	0.76	0.78
市盈率（PE）	5.50	5.48	5.34	5.19

资料来源：iFinD，太平洋证券，注：摊薄每股收益按最新总股本计算

二、股份行

中信银行	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	213,646.00	212,321.81	218,528.64	226,543.14
营业收入增长率(%)	3.79%	-0.62%	2.92%	3.67%
归母净利（百万元）	68,576.00	66,549.47	68,896.62	71,721.97
净利润增长率(%)	2.33%	-2.96%	3.53%	4.10%
BVPS（元）	12.57	13.13	14.17	15.06
市净率（PB）	0.62	0.60	0.55	0.52
EPS（元）	1.26	1.20	1.24	1.29
市盈率（PE）	6.22	6.56	6.33	6.08

资料来源：iFinD，太平洋证券，注：摊薄每股收益按最新总股本计算

三、地域性银行

成都银行	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	22,981.53	24,317.08	26,070.71	28,123.18
营业收入增长率(%)	5.89%	5.81%	7.21%	7.87%
归母净利（百万元）	12,858.38	13,712.17	14,835.32	16,118.86
净利润增长率(%)	10.17%	6.64%	8.19%	8.65%
BVPS（元）	19.15	21.27	24.47	28.16
市净率（PB）	0.97	0.88	0.76	0.66
EPS(元)	3.08	3.24	3.50	3.80
市盈率（PE）	6.05	5.76	5.33	4.90

苏州银行	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	12,223.79	12,490.28	13,109.02	13,855.38
营业收入增长率(%)	3.01%	2.18%	4.95%	5.69%
归母净利（百万元）	5,068.21	5,380.18	5,790.51	6,205.03
净利润增长率(%)	10.16%	6.16%	7.63%	7.16%
BVPS（元）	11.46	11.19	12.30	13.45
市净率（PB）	0.75	0.77	0.70	0.64
EPS(元)	1.32	1.20	1.30	1.39
市盈率（PE）	6.51	7.15	6.65	6.20

资料来源：iFinD，太平洋证券，注：摊薄每股收益按最新总股本计算

四、港股银行

中信银行H	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	213,646.00	212,321.81	218,528.64	226,543.14
营业收入增长率(%)	3.79%	-0.62%	2.92%	3.67%
归母净利（百万元）	68,576.00	66,549.47	68,896.62	71,721.97
净利润增长率(%)	2.33%	-2.96%	3.53%	4.10%
BVPS（元）	12.57	13.13	14.17	15.06
市净率（PB）	0.53	0.51	0.47	0.44
EPS(元)	1.26	1.20	1.24	1.29
市盈率（PE）	5.30	5.59	5.40	5.19

重庆银行H	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	13,679.30	14,515.69	15,515.14	16,676.84
营业收入增长率(%)	3.54%	6.11%	6.89%	7.49%
归母净利（百万元）	5,117.29	5,362.91	5,746.97	6,214.16
净利润增长率(%)	3.80%	4.80%	7.16%	8.13%
BVPS（元）	15.56	16.34	17.89	19.35
市净率（PB）	0.45	0.43	0.40	0.37
EPS(元)	1.47	1.54	1.65	1.79
市盈率（PE）	7.03	6.71	6.26	5.79

资料来源：iFinD，太平洋证券，注：摊薄每股收益按最新总股本计算

四、港股银行

光大银行H	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	135,415.00	131,741.42	133,675.98	136,591.24
营业收入增长率(%)	-7.05%	-2.71%	1.47%	2.18%
归母净利（百万元）	41,696.00	40,426.90	41,023.60	42,056.15
归母净利增长率(%)	2.22%	-3.04%	1.48%	2.52%
BVPS（元）	8.17	8.56	9.11	9.58
市净率（PB）	0.42	0.41	0.38	0.36
EPS（元）	0.71	0.68	0.69	0.71
市盈率（PE）	4.92	5.07	5.00	4.88

资料来源：iFinD，太平洋证券，注：摊薄每股收益按最新总股本计算

目录

- 1、保险资金特性与银行股匹配性
- 2、保险新准则下FPOCI账户的配置需求
- 3、银行板块配置现状分析
- 4、险资选股框架：股息率导向下的三轮筛选逻辑
- 5、投资建议
- 6、风险提示

风险提示

- 宏观修复不及预期；
- 资产质量波动；
- 监管政策变动；
- 市场风格反转。

投资评级说明

1、行业评级

看好：预计未来6个月内，行业整体回报高于沪深300指数5%以上；

中性：预计未来6个月内，行业整体回报介于沪深300指数-5%与5%之间；

看淡：预计未来6个月内，行业整体回报低于沪深300指数5%以下。

2、公司评级

买入：预计未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅在15%以上；

增持：预计未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅介于5%与15%之间；

持有：预计未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅介于-5%与5%之间；

减持：预计未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：预计未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅低于-15%以下。

太平洋研究所

云南省昆明市盘龙区北京路926号同德广场写字楼31楼



投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

免责声明

太平洋证券股份有限公司（以下简称“我公司”或“太平洋证券”）具备中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告仅向与太平洋证券签署服务协议的签约客户发布，为太平洋证券签约客户的专属研究产品，若您并非太平洋证券签约客户，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息；太平洋证券不会因接收人收到、阅读或关注媒体推送本报告中的内容而视其为太平洋证券的客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何机构和个人的投资建议，投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。