

2025 年 1 月 24 日

新华保险接手杭州银行股份点评

优于大市

“资产荒”延续，险资加快优质资产布局

◆ 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：	王剑	021-60875165	wangjian@guosen.com.cn	执证编码：BPC378
证券分析师：	陈俊良	021-60933163	chenjunliang@guosen.com.cn	执证编码：BPP885
证券分析师：	孔祥	021-60375452	kongxiang@guosen.com.cn	执证编码：BUQ639

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。

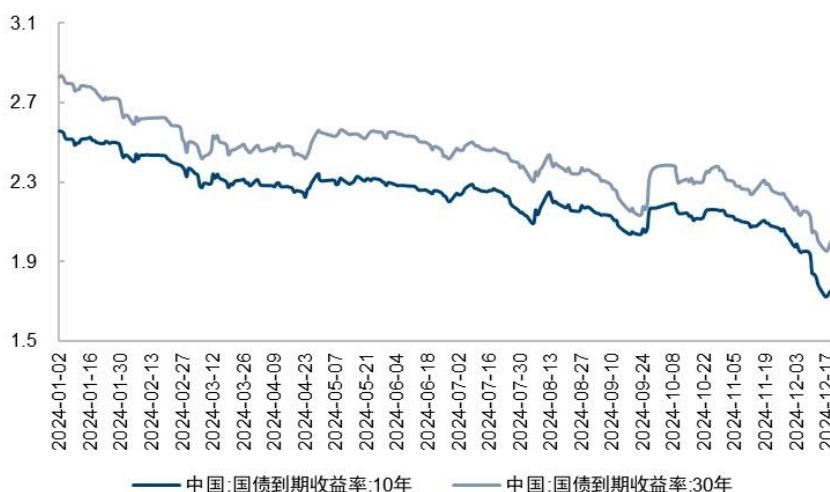
国信金融观点：随着资产端长端利率下行，叠加权益市场的持续波动，保险公司资产端显著承压。此外，优质非标资产的陆续到期为险资增厚投资收益带来一定压力。与此同时，新金融工具准则下，公允价值计量且其变动计入当期损益（FVTPL）类权益资产加剧利润表波动。保险公司持续加大优质权益类资产的投资规模，叠加新准则下入账方式的应用，以降低权益工具投资的投资收益波动，优化资产负债管理。我们预计未来险企将进一步增持具有高分红、高资本增值潜力、高 ROE 属性上市企业，匹配保险行业资产端长期、稳定的需求。

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：%）

研究报告仅代表分析员个人观点，请务必阅读正文之后的免责声明。

注：以上数据均来自官方披露、公司资料，国信证券股份有限公司-经济研究所（简称：“国信证券经济研究所”）整理

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	2020	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		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
2017	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	2021	百年人寿	浙商银行H股	银行
	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	2022	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
2018	平安养老保险	久远银海	计算机	2023	中国太平洋人寿保险	光大环境H股	综合
	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
2019	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
	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	华能国际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	华能国际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
2020	中国人寿保险	农业银行H股	银行		中国太平洋人寿保险	华能国际H股	公用事业
	中国太平洋人寿保险	锦江资本	商业贸易	2024	太平洋健康保险	华能国际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		太平洋健康保险	华能国际H股	公用事业
	太保安联健康保险	赣锋锂业H股	有色金属		长城人寿保险	绿色动力H股	环保
	安信农业保险	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
	中国太平洋人寿保险	赣锋锂业H股	有色金属		瑞众人寿保险	龙源电力H股	公用事业
	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	龙源电力H股	公用事业
	中国人寿保险	中广核电力H股	公用事业		中邮人寿保险	安徽皖通高速公路H股	交通运输
	中国太平洋人寿保险	锦江资本	商业贸易		利安人寿保险	深圳国际H股	交通运输
	太平人寿保险	农业银行H股	银行		新华人寿保险	上海医药	医药生物
	中信保诚人寿保险	中国光大控股	非银金融		新华人寿保险	国药股份	医药生物
	中信保诚人寿保险	中集集团H股	机械设备		新华人寿保险	海通证券H股	非银金融
					中国太平洋保险（集团）	中远海能H股	交通运输
					中国太平洋财产保险	中远海能H股	交通运输
					太平洋安信农业保险	中远海能H股	交通运输
					中国太平洋人寿保险	中远海能H股	交通运输
					太平洋健康保险	中远海能H股	交通运输
					平安资管	工商银行H股	银行
					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	占金融资产比例	金额	占金融资产比例	金额	占金融资产比例	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	苏州苏高新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度来看，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

Information Disclosures

Stock ratings, sector ratings and related definitions

Stock Ratings:

The Benchmark: Hong Kong Hang Seng Index

Time Horizon: 6 to 12 months

Buy	Relative Performance > 20%; or the fundamental outlook of the company or sector is favorable.
Accumulate	Relative Performance is 5% to 20%; or the fundamental outlook of the company or sector is favorable.
Neutral	Relative Performance is -5% to 5%; or the fundamental outlook of the company or sector is neutral.
Reduce	Relative Performance is -5% to -20%; or the fundamental outlook of the company or sector is unfavorable.
Sell	Relative Performance < -20%; or the fundamental outlook of the company or sector is unfavorable.

Sector Ratings:

The Benchmark: Hong Kong Hang Seng Index

Time Horizon: 6 to 12 months

Outperform	Relative Performance > 5%; or the fundamental outlook of the sector is favorable.
Neutral	Relative Performance is -5% to 5%; or the fundamental outlook of the sector is neutral.
Underperform	Relative Performance < -5%; or the fundamental outlook of the sector is unfavorable.

Interest disclosure statement

The analyst is licensed by the Hong Kong Securities and Futures Commission. Neither the analyst nor his/her associates serves as an officer of the listed companies covered in this report and has no financial interests in the companies.

Guosen Securities (HK) Brokerage Co., Ltd. and its associated companies (collectively "Guosen Securities (HK)") has no disclosable financial interests (including securities holding) or make a market in the securities in respect of the listed companies. Guosen Securities (HK) has no investment banking relationship within the past 12 months, to the listed companies. Guosen Securities (HK) has no individual employed by the listed companies.

Disclaimers

The prices of futures and options may move up or down, fluctuate from time to time, and even become valueless. Losses may be incurred as well as profits made as a result of buying and selling futures and options.

The prices of securities may fluctuate up or down. It may become valueless. It is as likely that losses will be incurred rather than profit made as a result of buying and selling securities.

The content of this report does not represent a recommendation of Guosen Securities (HK) and does not constitute the forecast on any futures and/or options. Guosen Securities (HK) may be seeking or will seek investment banking or other business (such as placing agent, lead manager, sponsor, underwriter or proprietary trading in such securities) with the listed companies. Individuals of Guosen Securities (HK) may have personal investment interests in the futures and/or options mentioned in this report.

The content of this report does not represent a recommendation of Guosen Securities (HK) and does not constitute any buying/selling or dealing agreement in relation to the securities mentioned. Guosen Securities (HK) may be seeking or will seek investment banking or other business (such as placing agent, lead manager, sponsor, underwriter or proprietary trading in such securities) with the listed companies. Individuals of Guosen Securities (HK) may have personal investment interests in the listed companies.

This report is based on information available to the public that we consider reliable, however, the authenticity, accuracy or completeness of such information is not guaranteed by Guosen Securities (HK). This report does not take into account the particular investment objectives, financial situation or needs of individual clients and does not constitute a personal investment recommendation to anyone. Clients are wholly responsible for any investment decision based on this report. Clients are advised to consider whether any advice or recommendation contained in this report is suitable for their particular circumstances. This report is not intended to be an offer to buy or sell or a solicitation of an offer to buy or sell the securities mentioned.

This report is for distribution only to clients of Guosen Securities (HK). Without Guosen Securities (HK)'s written authorization, any form of quotation, reproduction or transmission to third parties is prohibited, or may be subject to legal action. Such information and opinions contained therein are subject to change and may be amended without any notification. This report is not directed at, or intended for distribution to or use by, any person or entity who is a citizen or resident of or located in any jurisdiction where such distribution, publication, availability or use would be contrary to applicable law or regulation or which would subject Guosen Securities (HK) and its group companies to any registration or licensing requirement within such jurisdiction.

研究报告仅代表分析员个人观点，请务必阅读正文之后的免责声明。

注：以上数据均来自官方披露、公司资料，国信证券股份有限公司 - 经济研究所（简称：“国信证券经济研究所”）整理

信息披露

公司评级、行业评级及相关定义

公司评级

参考基准：香港恒生指数

评级区间：6 至 12 个月

买入	相对表现超过 20%，或公司、行业基本面良好。
增持	相对表现介于 5%至 20%之间，或公司、行业基本面良好。
中性	相对表现介于-5%至 5%之间，或公司、行业基本面中性。
减持	相对表现介于-5%至-20%之间，或公司、行业基本面不理想。
卖出	相对表现低于-20%，或公司、行业基本面不理想。

行业评级

参考基准：香港恒生指数

评级区间：6 至 12 个月

跑赢大市	相对表现超过 5%，或行业基本面良好。
中性	相对表现介于-5%至 5%之间，或行业基本面中性。
跑输大市	相对表现低于-5%，或行业基本面不理想。

利益披露声明

报告作者为香港证监会持牌人士，分析员本人或其有联系者并未担任本研究报告所评论的上市法团高级管理人员，也未持有其任何财务权益。

本报告中，国信证券（香港）经纪有限公司及其所属关联机构（合称国信证券（香港））并无持有该公司须作出披露的财务权益(包括持股)，在过去 12 个月内与该公司并无投资银行关系，亦无进行该公司有关股份的庄家活动。本公司员工均非该上市公司的雇员。

免责条款

期货及期权价格可升可跌，亦不时波动甚大，甚至变成毫无价值。买卖期货及期权未必一定能赚取利润，反而可能会招致损失。

证券价格有时可能非常波动。证券价格可升可跌，甚至变成毫无价值。买卖证券未必一定能够赚取利润，反而可能会招致损失。

本研究报告所涉及的内容既不代表国信证券（香港）的推荐意见，也不构成针对任何期货和 / 或期权的预测。国信证券（香港）或其集团公司有可能会与本报告涉及的公司洽谈投资银行业务或其它业务（例如配售代理、牵头经办人、保荐人、包销商或从事自营投资于该股票）。国信证券（香港）不排除其员工有个人投资于本报告内所提及的期货和 / 或期权。

本研究报告内容既不代表国信证券（香港）的推荐意见，也并不构成所涉及的个别股票的买卖或交易要约。国信证券（香港）或其集团公司有可能会与本报告涉及的公司洽谈投资银行业务或其它业务（例如配售代理、牵头经办人、保荐人、包销商或从事自营投资于该股票）。国信证券（香港）不排除其员工有个人投资于本报告内所提及的上市法团。

报告中的资料均来自公开信息，我们力求准确可靠，但对这些信息的正确性、公正性及完整性不做任何保证。本报告没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要，并不构成个人投资建议，客户据此投资，责任自负。客户在阅读本研究报告时应考虑报告中的任何意见或建议是否符合其个人特定状况。本报告并不存在招揽或邀约购买或出售任何证券的企图。

本报告仅向特定客户传送，未经国信证券香港书面授权许可，任何人不得引用、转载以及向第三方传播，否则可能将承担法律责任。研究报告所载的资料及意见，如有任何更改，本公司将不作另行通知。在一些管辖区域内，针对或意图向该等区域内的市民、居民、个人或实体发布、公布、供其使用或提供获取渠道的行为会违反该区域内所适用的法律或规例或令国信证券（香港）受制于任何注册或领牌规定，则本研究报告不适用于该等管辖区域内的市民、居民或身处该范围内的任何人或实体。