

2020年05月11日

举牌频发，险资增持权益资产有望持续

险资举牌行为系列专题报告

事件：2020年险资举牌爆发，大机构偏好特征明显

据中保协数据，2020年以来，险企举牌总次数已达10次，一个季度即超越2019年全年的举牌次数，今年以来举牌频率明显加快。

► 目前举牌并没有造成很大的市场波动

险资举牌对象个股集中度增加，H股的占比大幅增加。举牌的成本是险资考虑的重点，H股频遭举牌可能与H股估值较低有关。举牌A股的方式并非二级市场买入，而是通过协议转让或者定增来举牌，降低了买入的冲击成本，同时也降低了市场因举牌而带来的波动。

► IFRS9的未来实施将推动举牌潮

IFRS9与IFRS17的实施延后。除平安以外的保险公司执行IFRS9的时间延后至2022年1月1日，届时，IFRS9和IFRS17将同时起作用，对保险公司的报表产生深远影响。执行时间的延后使险企增加了为适应新准则而调整投资配置的窗口期。

FVTPL科目内的资产将根据公允价值变动而变动，从而影响利润表，而FVOCI科目内的资产公允价值变动则无法影响利润表，保险公司倾向于将股权资产计入FVOCI，在新准则实行前逐步降低股价对利润表的影响，同时选择高分红股票来增厚利润，将持有股票的收益由交易转为股息收入。

► 非标资产与债券收益率下降导致险资权益配置需求上升

疫情平稳之后，信用债及非标资产收益率可能会有小幅反弹，但长期下行的大趋势无法改变。从中长期来看，债券和类债的非标产品收益率将处于下降通道。

非标资产集中到期，新增非标产品量升价降。随着降息预期情绪的延续，信托市场将进入一个低利率的时代，过去非标资产收益率相比于固定收益收益率有一定的资产流动性溢价，但近年来利差不断收窄，险资必须在控制信用风险的同时能够保持相对高的收益，以保证5%左右的投资收益率。因此逢低建仓配置更多优质权益资产或将成为大势所趋。

► 举牌概念股动态打分体系筛选标的

基于过去被举牌上市公司的财务数据特征与险资举牌的偏好，我们认为低PB、高ROE、高股息率、高分红率的上市公司具有更高的被举牌的可能性。

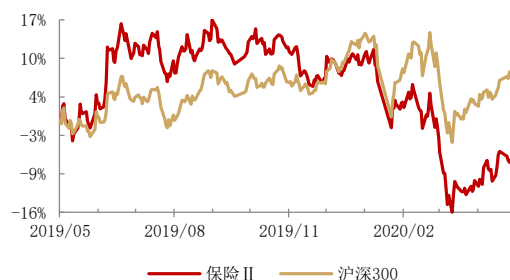
从筛选的结果来看，银行、地产、食品饮料行业为潜在举牌标的行业的前三位。

以下行业的标的在2021年年底前将受益于险资的流入乃至举牌行为的发生：

评级及分析师信息

行业评级：推荐

行业走势图



分析师：魏涛

邮箱：weitao@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519070003

联系电话：13520983701

分析师：曹杰

邮箱：caojie@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519110003

联系电话：13761105953

银行行业：农业银行、工商银行、中国银行、上海银行、杭州
银行
地产行业：金科股份，万科 A
食品饮料行业：五粮液、伊利股份、中炬高新、双汇发展
采掘：陕西煤业
农林牧渔：正邦科技
交通运输：建发股份

风险提示

举牌行为的不可预测性。IFRS9 政策实施延期。举牌政策监管
趋严。

正文目录

1. 2020 年险资举牌爆发，大机构偏好特征明显	4
2. IFRS9 准则变更、政策引导、险资资产配置需求共同推动举牌潮	6
2.1. IFRS9 政策概述、实施时间表及影响	6
2.2. 政策因素支持险资进一步加大权益资产配置比例	7
2.3. 非标资产与债券收益率下降导致险资权益配置需求上升	8
3. 举牌概念股梳理	10
3.1. 举牌标的模型因素分析	10
3.2. 举牌概念股打分模型预测	10
4. 风险提示	10

图表目录

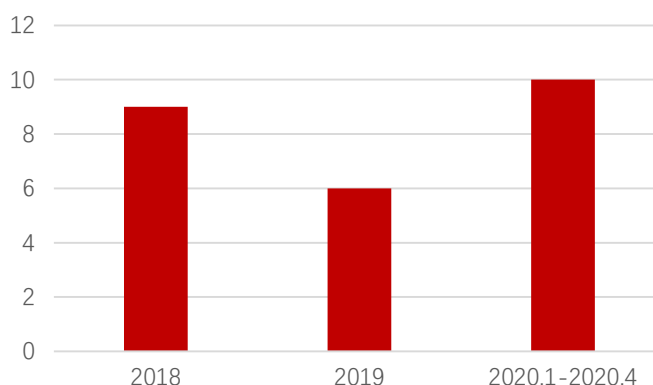
图 1 近年来险资举牌次数对比	4
图 2 举牌对象 AH 股比例	4
图 3 IFRS9 准则下的三类金融资产	7
图 4 三类资产归类判别方法	7
图 5 银保监会支持险资加大权益资产配置政策	8
图 6 10 年期国债收益率	9
图 7 中债中短期票据到期收益率(AAA):5 年	9
图 8 近半年集合信托产品周成立走势图	9
图 9 信托产品近半年预期收益走势图	9
表 1 今年以来险资举牌一览	5
表 2 举牌概念股模型打分结果	11

1. 2020 年险资举牌爆发，大机构偏好特征明显

2020 年险资举牌次数已超 2019 年全年。据中保协数据，2020 年以来，险企举牌总次数已达 10 次，一个季度即超越 2019 年全年的举牌次数，今年以来举牌频率明显加快。其中大机构动作频繁，如太保及一致行动人举牌次数达 4 次，中国人寿和中信保诚人寿举牌次数也达到 2 次，相比过去两年，举牌意愿有加强的趋势。

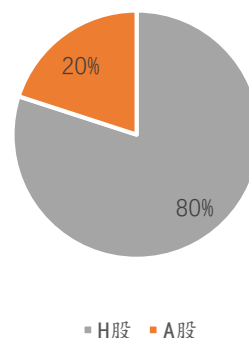
险资举牌对象个股集中度增加，H 股的占比大幅增加。在保持了低风险、低估值、高分红的特点的同时，2020 年以来的险资举牌对象更加集中，如太保寿险分别在 2 月、3 月和 4 月集中举牌锦江资本，中国人寿继 2019 年 8 月后在今年 3 月再次举牌中广核电力。而从举牌对象选择来看，H 股举牌占比明显上升。除 1 月太平人寿举牌大悦城和 2 月华泰资产举牌国创高新之外，其他举牌对象均为港股上市公司。而行业分布较广，包括消费服务、金融、电力和有色金属等。目前来看，举牌的成本是险资考虑的重点，H 股频遭举牌可能与 H 股估值较低有关。举牌 A 股的方式并非二级市场买入，而是通过协议转让或者定增来举牌，降低了买入的冲击成本，同时也降低了市场因举牌而带来的波动。

图 1 近年来险资举牌次数对比



资料来源：中国保险行业协会，华西证券

图 2 举牌对象 AH 股比例



资料来源：中国保险行业协会，华西证券

表 1 今年以来险资举牌一览

举牌公告日期	保险公司	被举牌股票	股票代码	投资方式	举牌时点累计出资总额(亿元)	投资后持股比例 (%)	举牌公司行业
2020/4/9	太保寿险	锦江资本	2006. HK	沪股通买入	2.5	15.10%	消费服务业
2020/3/25	中信保诚人寿	光大控股	00165. HK	港股二级市场买入	8.03	5.13%	金融
2020/3/20	太保寿险	锦江资本	2006. HK	沪股通买入	1.66	10.46%	消费服务业
2020/3/18	中国人寿	中广核电力	1816. HK	沪股通买入	17.69	10.01%	电力
2020/2/27	太保集团及控股子公司	赣锋锂业	1772. HK	沪股通买入	0.7363	5.16%	有色金属
2020/2/24	太保寿险	锦江资本	2006. HK	沪股通买入	0.89	5.02%	消费服务业
2020/2/20	中国人寿	农业银行	1288. HK	沪股通买入	44.34	5.00%	金融
2020/1/10	华泰保险资管	国创高新	002377. SZ	协议转让	2.79	8.00%	建材
2020/1/7	太平人寿	大悦城	000031. SZ	定增	19.07	6.61%	房地产
2020/1/6	中信保诚人寿	中集集团	2039. HK	深港通买入	6.85	5.01%	工业工程行业
2020/4/9	太保寿险	锦江资本	2006. HK	沪股通买入	2.5	15.10%	消费服务业
2020/3/25	中信保诚人寿	光大控股	00165. HK	港股二级市场买入	8.03	5.13%	金融

资料来源：中国保险行业协会，华西证券

2. IFRS9 准则变更、政策引导、险资资产配置需求共同推动 举牌潮

2.1. IFRS9 政策概述、实施时间表及影响

IFRS9 对保险公司最直接的影响即为金融资产的四类变三类。IAS 39 准则下，金融资产按照持有目的来命名，如持有至到期资产（HTM）、交易性金融资产（HFT）以及可供出售金融资产（AFS）。而在金融危机后，由于 IAS39 准则在核算金融资产方面存在金融工具分类和后续计量的主观性，资产减值计提的滞后性等等缺陷，新准则应运而生，IFRS 9 准则的金融工具计量按照计量方式命名，分为以摊余成本计量（AC）、以公允价值计量且其变动计入损益（FVTPL）及以公允价值计量且其变动计入其他综合收益（FVOCI）三类。

FVTPL 科目内的资产将根据公允价值变动而变动，从而影响利润表，而 FVOCI 科目内的资产公允价值变动则无法影响利润表，保险公司倾向于将股权资产计入 FVOCI，在新准则实行前逐步降低股价对利润表的影响，同时选择高分红股票来增厚利润，将持有股票的收益由交易转为股息收入。

IFRS9 与 IFRS17 的实施延后。2017 年 4 月，财政部修订发布了企业会计准则第 22 号、23 号、24 号，被称为“中国版”的 IFRS9 准则，准则中要求：在境内外同时上市或在境外上市并采用国际准则编制财报的企业，自 2018 年 1 月 1 日起施行新准则；境内上市企业和非上市企业分别自 2019 年 1 月 1 日和 2021 年 1 月 1 日起施行新准则。而由于国际会计准则理事会于 2018 年 11 月的会议中宣布 IFRS17 的生效日期将延后 1 年至 2022 年 1 月 1 日¹，因此除平安以外的保险公司执行 IFRS9 的时间也延后 1 年至 2022 年 1 月 1 日，届时，IFRS9 和 IFRS17 将同时起作用，对保险公司的报表产生深远影响。执行时间的延后使险企增加了为适应新准则而调整投资配置的窗口期。

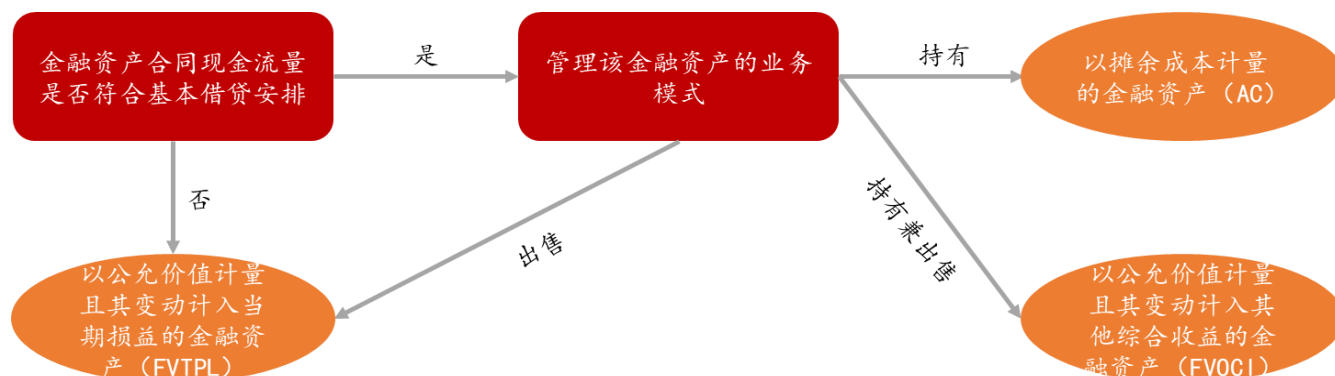
¹ 消息来自 IFRS2018 年 11 月会议 <https://www.ifrs.org/news-and-events/2018/11/iasb-to-propose-one-year-deferral-of-insurance-contracts-standard/>

图 3 IFRS9 准则下的三类金融资产

以摊余成本计量的金融资产	<ul style="list-style-type: none"> • 持有期间确认的收入为利息收入 • 终止确认的收入为投资收益
以公允价值计量且其变动计入其他综合收益的金融资产	<ul style="list-style-type: none"> • 持有期间按照实际利率法确认的收入为利息收入 • 终止确认的收入为投资收益
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产	<ul style="list-style-type: none"> • 持有期间确认的收入为投资收益 • 终止确认的收入为投资收益

资料来源：IFRS、华西证券

图 4 三类资产归类判别方法

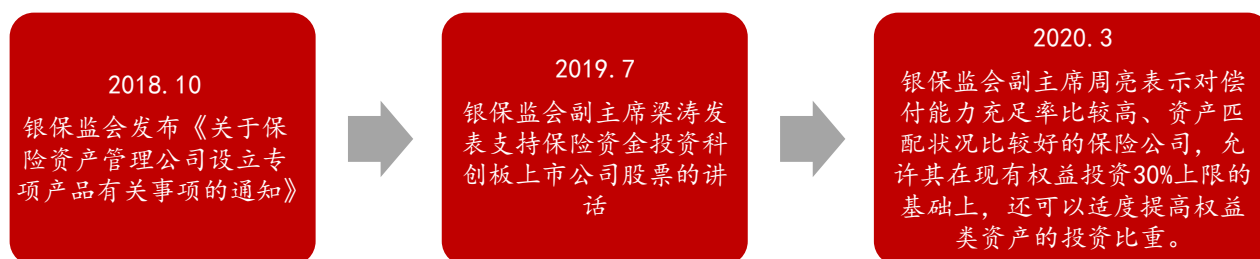


资料来源：IFRS、华西证券

2.2. 政策因素支持险资进一步加大权益资产配置比例

2018 年起，为稳定资本市场，监管层频出政策引导保险公司的长期稳定资金流向 A 股市场。2018 年 10 月银保监会发布《关于保险资产管理公司设立专项产品有关事项的通知》，允许保险资产管理公司设立专项产品，发挥保险长期稳健投资优势，为优质上市公司提供长期融资支持，险资举牌便开始逐步回温。2019 年 7 月 4 日，银保监会表示支持保险资金投资科创板上市公司股票，通过新股配售、战略增发和场内交易等方式参与科创板股票投资，进一步优化保险资产配置结构，服务科技创新企业发展。而今年 3 月 22 日，在国新办应对国际疫情影响维护金融市场稳定有关情况的发布会上，银保监会副主席周亮表示，对偿付能力充足率比较高、资产匹配状况比较好的保险公司，允许其在现有权益投资 30% 上限的基础上，还可以适度提高权益类资产的投资比重。

图5 银保监会支持险资加大权益资产配置政策



资料来源：银保监会、华西证券

2.3. 非标资产与债券收益率下降导致险资权益配置需求上升

债券收益率下降的趋势将持续。4月3日央行宣布本年度央行的第3次定向降准，预计释放资金4000亿元，短期无风险债券利率持续走低，2020年至今央行已实施三次降准及一次降息，收益率曲线已经处于历史低位。4月24日10年期国债收益率下跌至2.47%，创2002年6月20日以来新低。而受无风险利率驱动，信用债收益率也呈现下行趋势，中债中短期票据到期收益率(AAA)已降至2.88%。由于本次疫情对实体经济的影响预计持续时间较长，且美联储已采取较为激进的货币宽松“零利率”政策，央行仍可能出台宽松的货币政策来稳定经济下行的压力，虽然疫情平稳之后，信用债及非标资产收益率可能会有小幅反弹，但长期下行的大趋势无法改变。从中长期来看，债券和类债的非标产品收益率将处于下降通道。

非标资产集中到期，新增非标产品量升价降。作为长线资金的一类，保险资金直接投向实体经济的主要方式即为保险资管的债权投资计划以及信托公司的信托投资计划等。由于2013年债券方案调整为注册制之后发行规模大幅提升，而这类计划的有效期多为6年，因此2020年正是此类非标项目集中到期的年份，这使保险公司在今年面临相当大的再投资压力。而目前来看，2020年3月12家保险资产管理机构注册债权投资计划共22只，合计注册规模355.37亿元。1-3月，25家保险资产管理机构注册债权投资计划共63只，合计注册规模1117.09亿元。由此可见，2020年新增的非标资产在规模上有所反弹。但收益率却受到宏观经济周期下行的影响下滑明显。目前集合信托产品的平均预期收益率继续下行，今年一季度集合信托产品平均预期收益率为7.86%，环比减少0.05个百分点。自2019年以来，集合信托产品收益不断下跌，已下滑至“8”以下。随着降息预期情绪的延续，信托市场将进入一个低利率的时代，过去非标资产收益率相比于固定收益收益率有一定的资产流动性溢价，但近年来利差不断收窄，险资必须在控制信用风险的同时能够保持相对高的收益，以保证5%左右的投资收益率。因此逢低建仓配置更多优质权益资产或将成为大势所趋。

图6 10年期国债收益率（单位：%）



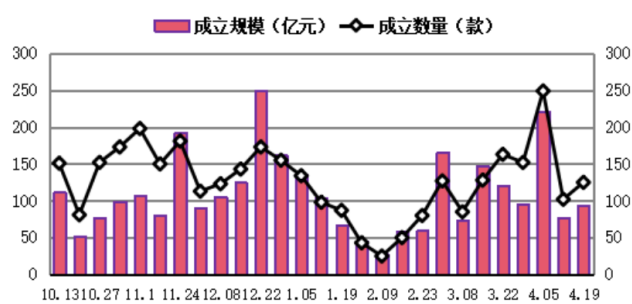
资料来源：Wind，华西证券

图7 中债中短期票据到期收益率:5年期（单位：%）



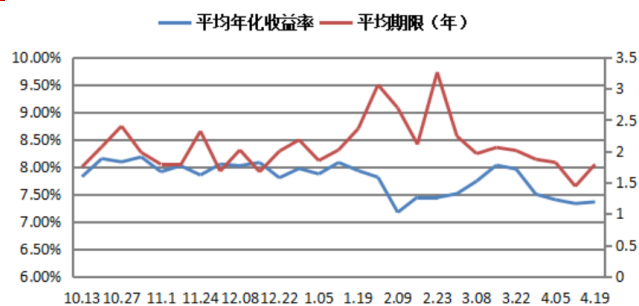
资料来源：Wind，华西证券

图8 近半年集合信托产品周成立走势图



资料来源：Wind，华西证券

图9 信托产品近半年预期收益走势图



资料来源：Wind，华西证券

3. 举牌概念股梳理

3.1. 举牌标的模型因素分析

基于过去被举牌上市公司的财务数据特征与险资举牌的偏好，我们认为低 PB、高 ROE、高股息率、高分红率的上市公司具有更高的被举牌的可能性。从行业来看，具有以上属性的公司大多分布在银行、房地产、钢铁、食品饮料、家电、建筑材料、非银金融、交通运输、商业贸易、采掘等行业。同时我们也考虑上市公司的总市值与流通市值的股权结构属性是否具有被举牌的可能性。通过以上的财务情况和股权结构两点对上市公司进行打分，给予财务指标更高的权重，得到了基于 5 月 8 日收盘价的财务指标的动态打分体系。

另外，不得不考虑的是险资过往的投资历史，在上市公司公布的前十大股东中有险资持股的，尤其是近两个季度（2019Q4 和 2020Q1）险资增持的公司我们认为将来继续被增持直至超过 5% 持股比例，从而达到举牌线的可能性大增。我们对此项特征进行了行为指标打分，作为举牌概念股的重要依据。

除了险资举牌的可能性以外，以绝对收益为导向的资金也会偏好这些标的。哪怕不以权益法并表作为最终目的，单纯财务投资这些标的也具有更高的安全边际。在疫情影响下，国内外二级市场波动剧增，我们认为这些上市公司即使不被举牌，也会吸引机构资金增持。

3.2. 举牌概念股打分模型预测

我们认为行为指标，即近几个季度遭险资增持的公司，被举牌的可能性很大，尤其是连续几个季度都遭险资增持，未来达到举牌线的可行性大增。所以在排序上，在综合评分的高位显示行为指标（万位），后三位为财务指标打分。从筛选的结果来看，银行、地产、食品饮料行业为潜在举牌标的行业的前三位。

我们结合量化动态打分体系与上市公司实际的股权情况，认为以下行业的标的在 2021 年年底前将受益于险资的流入乃至举牌行为的发生。

银行业：农业银行、工商银行、中国银行、上海银行、杭州银行

地产行业：金科股份，万科 A

食品饮料行业：五粮液、伊利股份、中炬高新、双汇发展

采掘：陕西煤业

农林牧渔：正邦科技

交通运输：建发股份

4. 风险提示

举牌行为的不可预测性。IFRS9 政策实施延期。举牌政策监管趋严。

表 2 举牌概念股模型打分结果

股票代码	股票名称	所属行业	综合评分	财务评分
601288.SH	农业银行	银行	43554	554
601398.SH	工商银行	银行	43545	545
601225.SH	陕西煤业	采掘	43537	537
000858.SZ	五粮液	食品饮料	43496	496
600660.SH	福耀玻璃	汽车	43464	464
000656.SZ	金科股份	房地产	33567	567
601988.SH	中国银行	银行	33565	565
001979.SZ	招商蛇口	房地产	33493	493
000963.SZ	华东医药	医药生物	33455	455
600028.SH	中国石化	化工	23543	543
002157.SZ	正邦科技	农林牧渔	22488	488
600104.SH	上汽集团	汽车	22472	472
002146.SZ	荣盛发展	房地产	13629	629
600153.SH	建发股份	交通运输	13563	563
601229.SH	上海银行	银行	13555	555
000402.SZ	金融街	房地产	13523	523
600926.SH	杭州银行	银行	13493	493
600887.SH	伊利股份	食品饮料	13488	488
000001.SZ	平安银行	银行	13441	441
600872.SH	中炬高新	食品饮料	13435	435
000895.SZ	双汇发展	食品饮料	12592	592
600390.SH	五矿资本	非银金融	12481	481
002019.SZ	亿帆医药	医药生物	12409	409
000581.SZ	威孚高科	汽车	11489	489

资料来源：Wind，华西证券

分析师与研究助理简介

魏涛：华西证券总裁助理兼研究所所长，北京大学博士，CPA，多年证券研究经验，曾任太平洋证券研究院院长、中银国际证券研究所所长。2015年包揽水晶球和新财富最佳分析师非银组第一名。

曹杰：英国肯特大学精算学硕士，复旦大学学士，4年证券研究经验。曾任职太平洋证券研究院、浙商证券研究所、普华永道精算服务部。致力于深耕保险行业贡献价值研究。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，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，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修