

信用评级公告

联合〔2022〕5619号

联合资信评估股份有限公司通过对阳光人寿保险股份有限公司主体及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持阳光人寿保险股份有限公司主体长期信用等级为 **AAA**，维持“21阳光人寿”（50亿元）信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

二〇二二年六月二十八日

阳光人寿保险股份有限公司

2022年跟踪评级报告

评级结果：

项目	本次级别	评级展望	上次级别	评级展望
阳光人寿保险股份有限公司	AAA	稳定	AAA	稳定
21 阳光人寿	AAA	稳定	AAA	稳定

跟踪评级债券概况：

债券简称	发行规模	期限	到期兑付日
21 阳光人寿	50 亿元	5+5 年	2031-3-30

注：上述债券仅包括由联合资信评级且截至评级时点尚处于存续期的债券

评级时间：2022 年 6 月 28 日

主要数据

项目	2019 年末	2020 年末	2021 年末	2022 年 3 月末
资产总额(亿元)	2661.62	3372.71	3646.03	3765.54
负债总额(亿元)	2343.88	3017.16	3271.04	3448.29
保险合同准备金(亿元)	1292.40	1631.88	2019.58	2219.42
股东权益(亿元)	317.74	355.55	374.99	317.24
注册资本(亿元)	183.43	183.43	183.43	183.43
核心偿付能力充足率(%)	194.76	187.61	174.87	126.92
综合偿付能力充足率(%)	215.25	205.84	189.74	181.77
项目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 1-3 月
营业收入(亿元)	629.25	741.15	800.81	300.38
已赚保费(亿元)	470.34	542.41	595.76	259.28
净利润(亿元)	33.98	38.36	63.09	-0.36
投资收益(亿元)	120.67	164.82	182.78	33.96
投资资产收益率(%)	5.18	5.69	5.34	4.46
综合退保率(%)	6.79	3.28	3.38	--
综合费用率(%)	24.01	22.10	19.20	--
手续费及佣金率(%)	10.71	11.36	11.08	--
总资产收益率(%)	1.36	1.27	1.80	--
净资产收益率(%)	11.37	11.39	17.27	--

注：2022 年一季度数据未经审计

数据来源：阳光人寿审计报告、财务报表、偿付能力报告及提供资料，联合资信整理

评级观点

联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）对阳光人寿保险股份有限公司（以下简称“阳光人寿”或“公司”）的评级反映了 2021 年以来公司自身品牌效应强、市场份额提升、偿付能力充足、价值转型成效显著、投资业务发展良好等有利因素。阳光人寿控股股东阳光保险集团股份有限公司（以下简称“阳光保险集团”）以“一身四翼”的产业布局形成在保险多个细分领域的专业化业务能力，能够在资本补充、公司治理、业务开拓等方面给予公司大力支持。此外，联合资信也关注到，公司个险渠道面临转型升级压力、业务持续发展对其资本形成一定消耗、权益规模下降加之“偿二代”二期实施等因素导致偿付能力充足性下降，且在当前资本市场信用风险事件多发的外部环境下，公司投资业务风险管理面临一定压力，加之国内保险市场竞争较为激烈等因素对其经营发展及信用风险管理可能带来的不利影响。

未来，阳光人寿将继续推动价值转型，按照公司战略规划，在业务发展、各项管理等方面持续优化升级。但另一方面，需关注疫情影响下公司个人代理渠道的业务开展情况；此外，外部环境日趋复杂和市场竞争的加剧将会对寿险行业的盈利水平和风险管理产生一定压力。

综合评估，联合资信确定维持阳光人寿保险股份有限公司主体长期信用等级为 AAA，维持“21 阳光人寿”信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

分析师

林璐 马默坤

邮箱: lianhe@lhratings.com

传真: 010-85679228

电话: 010-85679696

地址: 北京市朝阳区建国门外大街2号
中国人保财险大厦17层(100022)

网址: www.lhratings.com

优势

1. **公司品牌效应较强, 2021年, 公司市场份额进一步提升。**阳光人寿在业内具有较高知名度, 具有较强的品牌竞争力, 资本及收入水平在行业内处于上游水平; 2021年, 公司市场份额进一步提升。
2. **价值转型逐步落地, 业务结构不断改善。**2021年, 阳光人寿进一步推进高价值业务转型战略。公司加大长期保障类产品的占比, 期缴业务规模保持增长, 保险业务结构及期限结构进一步优化。
3. **多元化投资配置, 投资业务发展良好。**公司投资业务以固定收益类资产为主, 投资资产配置策略较为稳健, 且实现了多元化的资产配置, 投资收益优于行业平均水平。
4. **股东实力强, 对公司形成有力支持。**阳光人寿控股股东阳光保险集团股份有限公司通过整合旗下保险和投资资源, 能够在资本补充、公司治理、业务开拓等方面给予公司支持。
5. **获得政府直接或间接支持的可能性大。**寿险公司承担一定的社会养老及社会公共职能, 其对支持国家落实社会养老体系完善工作、维护金融稳定等方面发挥重要作用, 在金融体系中具有较为重要的地位, 当出现经营困难时, 获得政府直接或间接支持的可能性大。

关注

1. **个险渠道面临转型升级压力。**2021年以来, 受宏观经济下行及新冠肺炎疫情影响, 阳光人寿个人代理渠道保费规模及贡献度有所下滑, 加之消费者需求升级, 对代理人专业化程度要求更高, 个险团队面临转型升级压力。
2. **资金运用规模增长, 对风险管理提出更高要求。**2021年, 随着保险业务规模的不断扩大, 公司投资资产规模保持增长, 在当前债券市场违约事件频发的环境下, 需关注固收

类及非标投资信用风险管控情况；此外，考虑到公司权益类投资配置比例不低，在资本市场持续震荡背景下易产生较大波动，需持续关注权益类投资价值波动对盈利及权益的影响。

3. **宏观经济及市场环境的变化使寿险公司业务发展及盈利水平承压。**宏观经济、监管环境的不确定性¹及行业市场竞争加剧、资本市场波动对寿险行业盈利水平和风险管理产生一定压力。此外，保险费率改革、市场竞争加剧、资本市场波动以及新冠疫情的发生等因素对寿险行业盈利水平和风险管理产生一定压力。

声 明

一、本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，严禁以任何形式/方式复制、转载、出售、发布或将本报告任何内容存储在数据库或检索系统中。

二、本报告是联合资信基于评级方法和评级程序得出的截至发表之日的独立意见陈述，未受任何机构或个人影响。评级结论及相关分析为联合资信基于相关信息和资料对评级对象所发表的前瞻性观点，而非对评级对象的事实陈述或鉴证意见。联合资信有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

三、本报告所含评级结论和相关分析不构成任何投资或财务建议，并且不应当被视为购买、出售或持有任何金融产品的推荐意见或保证。

四、本报告不能取代任何机构或个人的专业判断，联合资信不对任何机构或个人因使用本报告及评级结果而导致的任何损失负责。

五、本报告系联合资信接受阳光人寿保险股份有限公司（以下简称“该公司”）委托所出具，引用的资料主要由该公司或第三方相关主体提供，联合资信履行了必要的尽职调查义务，但对引用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。联合资信合理采信其他专业机构出具的专业意见，但联合资信不对专业机构出具的专业意见承担任何责任。

六、除因本次评级事项联合资信与该公司构成评级委托关系外，联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

七、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债券到期兑付日有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内评级结果有可能发生变化。联合资信保留对评级结果予以调整、更新、终止与撤销的权利。

八、任何机构或个人使用本报告均视为已经充分阅读、理解并同意本声明条款。

阳光人寿保险股份有限公司

2022年跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关法规要求，按照联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）关于阳光人寿保险股份有限公司（以下简称“阳光人寿”或“公司”）及其相关债券的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、主体概况

阳光人寿成立于 2007 年 12 月，初始注册资本 5 亿元。2021 年以来，阳光人寿注册资本无变化。截至 2022 年 3 月末，阳光人寿注册资本为 183.43 亿元。阳光人寿资本规模在国内寿险行业中位居前列，阳光保险集团股份有限公司（以下简称“阳光保险集团”）持有公司 99.9999% 的股份，为公司的控股股东，阳光人寿无实际控制人，各股东持股比例见表 1。

表 1 2022 年 3 月末公司前五大股东持股情况

股东名称	持股比例
阳光保险集团股份有限公司	99.9999%
拉萨市慧聚企业管理咨询咨询有限公司	0.0001%
合计	100.0000%

数据来源：阳光人寿提供资料，联合资信整理

截至 2022 年 3 月末，阳光人寿经营区域覆盖全国 29 个省、市、自治区；开业机构数量 975 家，其中二级机构 32 家，三级机构 213 家，四、五级机构 730 家（含支公司、营销服务部、15 家电销中心）；共有正式员工 8717 人，代理人 6.9 万人。截至 2022 年 3 月末，阳光人寿控股子公司包括：阳光纵横投资管理股份有限公司、山东阳光融和亿元有限责任公司、重庆阳光悦和投资发展有限公司、海南阳光颐

和健康产业发展有限公司、海南阳光鑫海发展有限公司、南宁阳光钧和投资发展有限公司、阳光泰和（济南）置业有限公司、成都阳光泰和置业有限责任公司、南宁阳光嘉和投资发展有限公司、东莞阳光泰和投资有限公司、Sunflower Investment Co., Limited 和 Cedar International Capital Limited 等 20 家注册于中国内地及香港地区的公司，以及 Spruce Capital (SINGAPORE) Private Ltd.、Spruce Australia Assets Management Pty Ltd.、Spruce Australia Pty Ltd.、Sunflower Bermuda Capital Ltd.、Cedar Australia Pty Ltd. 和 Sunflower American Capital Ltd. 等 11 家注册于海外的公司。

阳光人寿注册地址：海南省三亚市迎宾路 360-1 号三亚阳光金融广场 16 层。

阳光人寿法定代表人：李科。

三、已发行债券概况

2021 年 3 月，阳光人寿发行 50 亿元资本补充债券，并于 2021 年 9 月兑付其 2016 年发行的 60 亿元资本补充债券。截至本报告出具日，阳光人寿存续期内且经联合资信评级的债券为 2021 年 3 月发行的 50 亿元资本补充债券，债券概况见表 2。

2021 年以来，公司根据债券发行条款的规定，在债券付息日之前及时公布了债券付息公告，并按时足额支付了债券当期利息。

表 2 资本补充债券概况

债券简称	规模	利率	期限	交易流通终止日
21 阳光人寿	50 亿元	4.40%	5+5 年	2031-03-28

数据来源：中国货币网，联合资信整理

四、经营环境分析

1. 宏观政策环境和经济运行回顾

2022年一季度,中国经济发展面临的国内外环境复杂性和不确定性加剧,有的甚至超出预期。全球经济复苏放缓,俄乌地缘政治冲突导致全球粮食、能源等大宗商品市场大幅波动,国内多地疫情大规模复发,市场主体困难明显增加,经济面临的新的下行压力进一步加大。在此背景下,“稳增长、稳预期”成为宏观政策的焦点,政策发力适当靠前,政策合力不断增强,政策效应逐渐显现。

经初步核算,2022年一季度,中国国内生产总值27.02万亿元,按不变价计算,同比增

长4.80%,较上季度两年平均增速(5.19%)有所回落(见表3);环比增长1.30%,高于上年同期(0.50%)但不及疫情前2019年水平(1.70%)。

三大产业中,第三产业受疫情影响较大。2022年一季度,第一、二产业增加值同比增速分别为6.00%和5.80%,工农业生产总体稳定,但3月受多地疫情大规模复发影响,部分企业出现减产停产,对一季度工业生产造成一定的拖累;第三产业增加值同比增速为4.00%,不及上年同期两年平均增速(4.57%)及疫情前2019年水平(7.20%),接触型服务领域受到较大冲击。

表3 2021年一季度至2022年一季度中国主要经济数据

项目	2021年 一季度	2021年 二季度	2021年 三季度	2021年 四季度	2022年 一季度
GDP 总额 (万亿元)	24.80	28.15	28.99	32.42	27.02
GDP 增速 (%)	18.30(4.95)	7.90(5.47)	4.90(4.85)	4.00(5.19)	4.80
规模以上工业增加值增速 (%)	24.50(6.79)	15.90(6.95)	11.80(6.37)	9.60(6.15)	6.50
固定资产投资增速 (%)	25.60(2.90)	12.60(4.40)	7.30(3.80)	4.90(3.90)	9.30
房地产投资 (%)	25.60(7.60)	15.00(8.20)	8.80(7.20)	4.40(5.69)	0.70
基建投资 (%)	29.70(2.30)	7.80(2.40)	1.50(0.40)	0.40(0.65)	8.50
制造业投资 (%)	29.80(-2.0)	19.20(2.00)	14.80(3.30)	13.50(4.80)	15.60
社会消费品零售 (%)	33.90(4.14)	23.00(4.39)	16.40(3.93)	12.50(3.98)	3.27
出口增速 (%)	48.78	38.51	32.88	29.87	15.80
进口增速 (%)	29.40	36.79	32.52	30.04	9.60
CPI 涨幅 (%)	0.00	0.50	0.60	0.90	1.10
PPI 涨幅 (%)	2.10	5.10	6.70	8.10	8.70
社融存量增速 (%)	12.30	11.00	10.00	10.30	10.60
一般公共预算收入增速 (%)	24.20	21.80	16.30	10.70	8.60
一般公共预算支出增速 (%)	6.20	4.50	2.30	0.30	8.30
城镇调查失业率 (%)	5.30	5.00	4.90	5.10	5.80
全国居民人均可支配收入增速 (%)	13.70(4.53)	12.00(5.14)	9.70(5.05)	8.10(5.06)	5.10

注:1.GDP 数据为当季值,其他数据均为累计同比增速;2.GDP 总额按现价计算,同比增速按不变价计算;3.出口增速、进口增速均以美元计价统计;4.社融存量增速、城镇调查失业率为期末值;5.全国居民人均可支配收入增速为实际同比增速;6.2021 年数据中括号内为两年平均增速

资料来源:联合资信根据国家统计局、中国人民银行和 Wind 数据整理

需求端,消费市场受到疫情冲击较大,固定资产投资增速处于相对高位,出口仍保持较高景气度。消费方面,2022年一季度社会消费品零售总额10.87万亿元,同比增长3.27%,不及上年同期两年平均增速水平

(4.14%),主要是3月疫情对消费,特别是餐饮等聚集型服务消费,造成了较大冲击。投资方面,2022年一季度全国固定资产投资(不含农户)10.49万亿元,同比增长9.30%,处于相对高位。其中,房地产开发投资继续

探底；基建投资明显发力，体现了“稳增长”政策拉动投资的作用；制造业投资仍处高位，但3月边际回落。外贸方面，出口仍保持较高景气度。2022年一季度中国货物进出口总额1.48万亿美元，同比增长13.00%。其中，出口8209.20亿美元，同比增长15.80%；进口6579.80亿美元，同比增长9.60%；贸易顺差1629.40亿美元。

CPI同比涨幅总体平稳，PPI同比涨幅逐月回落。2022年一季度CPI同比增长1.10%，猪肉等食品价格下跌对冲了部分能源价格上涨推动的上行空间。一季度PPI同比增长8.70%，各月同比增速回落幅度有所收敛；PPI环比由降转升，上行动力增强，输入型通胀压力抬升。地缘政治等因素导致国际能源和有色金属价格剧烈波动，带动国内油气开采、燃料加工、有色金属等相关行业价格上行。

社融总量扩张，财政前置节奏明显。2022年一季度新增社融规模12.06万亿元，比上年同期多增1.77万亿元；3月末社融规模存量同比增长10.60%，增速较上年末高0.30个百分点。从结构看，财政前置带动政府债券净融资大幅增长，是支撑社融扩张的主要动力，一季度政府债券净融资规模较上年同期多增9238亿元。其他支撑因素包括对实体经济发放的人民币贷款和企业债券净融资较上年同期分别多增4258亿元和4050亿元。

财政收入运行总体平稳，民生等重点领域支出得到有力保障。2022年一季度，全国一般公共预算收入6.20万亿元，同比增长8.60%，财政收入运行总体平稳。其中，全国税收收入5.25万亿元，同比增长7.70%，主要是受工业企业利润增长带动，但制造业中小微企业缓税政策延续实施等因素拉低了税收收入增幅。支出方面，2022年一季度全国一般公共预算支出6.36万亿元，同比增长8.30%，为全年预算的23.80%，进度比上年同期加快0.30个百分点。民生等重点领域支出得到了有力保障，科学技术、教育、农林

水、社会保障和就业、卫生健康支出同比分别增长22.40%、8.50%、8.40%、6.80%、6.20%。

稳就业压力有所加大，居民收入稳定增长。2022年一季度，城镇调查失业率均值为5.53%，其中1月、2月就业情况总体稳定，调查失业率分别为5.30%、5.50%，接近上年同期水平，环比小幅上升，符合季节性变化规律；而3月以来局部疫情加重，城镇调查失业率上升至5.80%，较上年同期上升0.50个百分点，稳就业压力有所增大。2022年一季度，全国居民人均可支配收入1.03万元，实际同比增长5.10%，居民收入稳定增长。

2. 宏观政策和经济前瞻

把稳增长放在更加突出的位置，保持经济运行在合理区间，实现就业和物价基本稳定。2022年4月，国务院常务会议指出，要把稳增长放在更加突出的位置，统筹稳增长、调结构、推改革，切实稳住宏观经济大盘。保持经济运行在合理区间：部署促进消费的政策举措，助力稳定经济基本盘和保障改善民生；决定进一步加大出口退税等政策支持力度，促进外贸平稳发展；确定加大金融支持实体经济的措施，引导降低市场主体融资成本。实现就业和物价基本稳定：着力通过稳市场主体来保就业；综合施策保物流畅通和产业链供应链稳定，保粮食能源安全。

疫情叠加外部局势影响，经济稳增长压力加大。生产端，停工停产、供应链受阻以及原材料价格上涨对工业生产的拖累还需关注；需求端，投资对经济的拉动作用有望提升，可能主要依靠基建投资的发力；国内疫情的负面影响短期内或将持续，制约消费的进一步复苏；在俄乌局势紧张、美联储货币政策加速紧缩等国际背景下，叠加上年基数攀升的影响，出口对于经济的支撑大概率会逐步回落。有鉴于此，IMF、世界银行等国际机构均降低了对中国经济增长的预测。预计未来经济增长压力仍然较大，实现5.50%增长目标的困难有所加大。

3. 人身险行业发展概况

(1) 业务概况

2021年以来,受新冠疫情及重疾险产品范围变更转换等原因的影响,人身险业务原保险保费收入同比有所下滑;居民保障意识有所增强,对长期保障型健康险需求有所增长,健康险保费收入规模及占人身险原保险保费收入的比重有所提升。

2021年以来,随着新冠疫情的反复,代理人营销渠道持续受阻,代理人队伍存在人员流失情况;另一方面,由于2021年年初重疾险产品范围变更转换,使得2020年末存在短期内的重疾险产品销售透支,2021年年初传统保障类主要产品重疾险的开门红销售难度明显加大,销售量较上年同期明显下降;此外,随着居民保险意识的提升,保险产品覆盖程度持续提升,对保障型产品需求释放将程度有所降低,上述原因导致2021年人身险公司原保费收入有所下滑;2021年,人身险业务原保险保费收入3.12万亿元,同比下滑1.42%。其中,普通寿险实现原保险

保费收入2.36万亿元,同比下滑1.71%;健康险业务实现原保险保费收入0.71万亿元,同比增长0.14%。资产方面,截至2021年末,人身险公司总资产21.39万亿元,同比增长7.06%。

人身险公司市场集中度方面,我国人身险行业市场集中度仍处于较高水平,2021年,头部险企依托于在产品体系、销售渠道、品牌影响力等方面的绝对优势,在监管趋严及新冠肺炎疫情持续反复的背景下仍保持相对稳定的市场份额,其中部分险企市场份额有所提升。2021年,在新冠肺炎疫情持续反复的背景下,部分中小保险公司面临展业困难、代理人流失等情况,同时其保险业务结构面临较大调整压力,原保险保费收入增速有所放缓。截至2021年末,根据保险业协会披露数据统计,在87家人身险公司(中资公司59家,外资公司28家)中,原保险保费收入前10的人身保险公司市场份额合计占比仍在60%左右(见表4)。

表4 人身保险公司市场集中度(原保险保费收入)

排名	2019年		2020年		2021年	
	公司	占比	公司	占比	公司	占比
1	国寿股份	20.42%	国寿股份	19.22%	国寿股份	19.85%
2	平安人寿	17.02%	平安人寿	16.70%	平安人寿	14.64%
3	太保人寿	7.67%	太保人寿	7.18%	太保人寿	6.71%
4	华夏人寿	6.03%	华夏人寿	6.18%	新华人寿	5.24%
5	太平人寿	4.71%	太平人寿	4.75%	泰康人寿	4.95%
6	新华人寿	4.66%	新华人寿	4.67%	太平人寿	4.76%
7	泰康人寿	4.47%	泰康人寿	4.42%	人保寿险	3.10%
8	人保寿险	3.57%	人保寿险	3.32%	中邮人寿	2.75%
9	富德生命人寿	2.73%	前海人寿	2.59%	富德生命人寿	2.59%
10	天安人寿	2.23%	中邮人寿	2.28%	前海人寿	2.30%
	合计	73.49%	合计	71.31%	合计	61.94%

数据来源:2019-2021数据来自wind及保险行业协会网站,联合资信整理

人身险公司业务结构方面,我国人身保险产品按照保障范围可划分为寿险、健康保险和意外保险。随着银保监会对人身保险公司的监管趋严,监管政策对于人身保险公司的规范经营与治理的要求不断提升,政策推动下人身险公司逐步回归保险保障的业务本源。

2021年,我国寿险产品原保险保费收入占比仍维持在较高水平。在新冠肺炎疫情的影响下,居民保障意识有所增强,医疗及重疾等健康险险种需求持续增长;同时2021年以来,各地持续加强普惠型商业医疗险的推出,该类普惠型医疗险作为社保的补充,具有参

保条件较为宽松、定价低且保额高等优势，通过各地政府在与险企在各类平台的宣传，进一步促进了健康险保费收入规模的提升。2021年，寿险和健康险业务收入分别占人身险原保险保费收入的75.49%和22.64%。随着监管政策对保险公司中短存续期产品和快返型产品监管约束趋严，保险公司寿险产品逐渐由理财型向保障型回归，保险产品结构趋于稳健；2021年以来，万能险业务规模持续收缩，由于固收类投连险业务对资本占用规模较小，人身险公司持续加大固收类投连险业务的拓展力度，投连险业务规模增幅较大。

从竞争策略来看，不同类型保险公司的市场策略产生了一定的分化。具体来看，成立时间长、市场份额领先的大型保险公司整体上保障类及期缴类产品占比较高。另一方面，部分民营保险公司在资产驱动负债的策略下，规模导向的中短存续期产品和理财型产品发行量上升较快，但受监管趋严影响，此类产品规模快速上升的趋势受到了遏制，业务发展面临较大结构调整压力。而外资（合资）保险公司通常受股东在业务价值、股东回报、风险控制和决策流程等方面要求较高等因素影响，产品和投资策略均趋于稳健，竞争能力有限，市场份额较低。

(2) 盈利水平

受经济下行及疫情因素持续影响，保险公司承保利润增长压力加大，人身险和财产险行业的分化效应不断凸显，头部险企市场份额稳固且行业利润占比较高；此外，保险公司可运用资金规模稳步增长，但在优质资产稀缺的背景下，面临一定配置压力，未来盈利水平提升的挑战增加。

从保费收入来看，保险业原保险保费收入增速虽有所下滑，但在新冠肺炎疫情对于国内外经济及环境产生重创的背景下已超预期；分行业来看人身险公司的保费收入增速更高。2021年，保险公司实现原保险保费收入4.49万亿元，同比下降0.79%，其中，

财产险原保险保费收入1.37万亿元，人身险原保险保费收入3.12万亿元。

从赔付支出来看，鉴于此次新冠病毒感染的死亡率较低，从实际结果来看保险公司最终的身故赔付金额相对不高，新冠肺炎疫情对寿险业务的赔付支出影响不大，但医疗费用的索赔使得健康险业务赔付支出压力加大；财产险方面，由于经济下行且信用风险事件频发，保险公司保证信用等险种的赔付支出规模较大，承保亏损规模较大，此外车险综合改革的推进亦压缩了传统财险第一大险种车险业务的利润空间。2021年，保险公司原保险赔付支出1.56万亿元，按可比口径，行业汇总原保险赔付支出同比增长14.12%，其中，财产险业务累计赔付支出7688亿元；人身险业务累计赔付支出7921亿元，从细分业务来看，寿险业务赔付支出3540亿元，健康险业务赔付支出4029亿元，人身意外伤害险业务赔付支出352亿元。在全年原保险保费收入增速小于赔付支出增速的情形下，保险公司承保利润空间被进一步挤压。

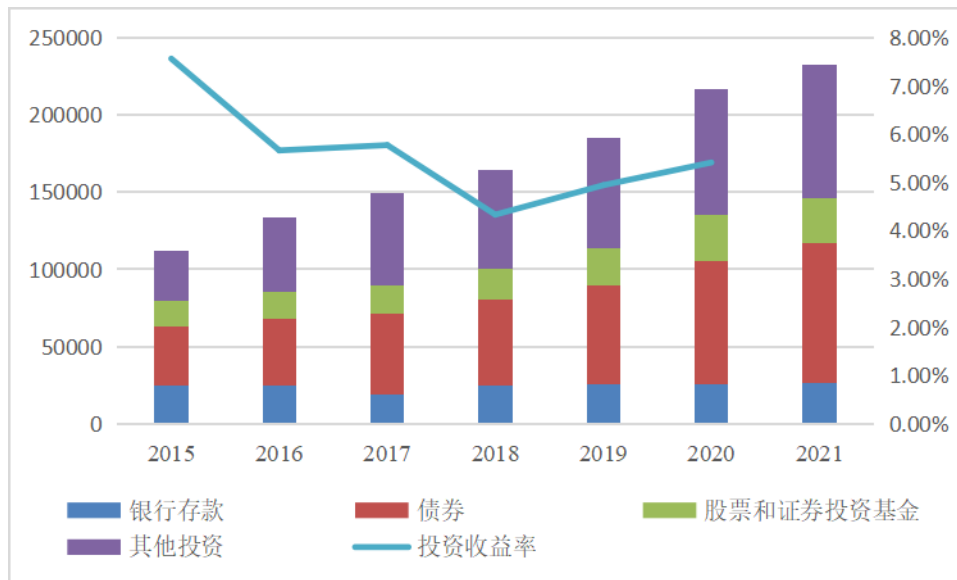
投资收益方面，新冠肺炎疫情短期内加剧了非标资产供给不足的问题，同时随着信用风险暴露的逐步加剧，保险公司亦加大了对非标项目的风险排查力度，非标资产配置比例进一步下降；另一方面，随着2020年4月疫情逐步控制后货币政策的收紧，利率水平重回上升通道，叠加2020年地方政府专项债、抗疫特别国债发行量的显著增长，长久期资产供给的增多亦使得保险公司债券配置力度相应增加。此外，在监管政策以及市场机会引导下，保险公司权益类投资规模和收益水平不断提升。截至2021年末，国内保险资金运用余额23.23万亿元，较上年末增长7.14%。从投资资产结构来看，截至2021年末，保险公司银行存款与债券投资合计占总资金运用金额的比例为50.31%，较2019年末上升1.74个百分点；股票和证券投资基金占比12.70%，下降1.06个百分点；其他投资占比36.99%，下降0.68个百分点。

投资收益方面,2021年以来长端利率呈现波动下行的趋势,权益市场价值波动及板块轮动较为频繁,迫使保险公司适当拉长固收资产久期并把握权益资产的价格窗口进行处置变现,投资收益实现难度加大。但值得注意的是,中小保险公司在市场波动加大的背景下资产配置压力增加较明显,同时由于保险业务转型、偿付能力制约和投研能力不足等因素导致投资收益增厚手段相对有限,与头部险企的投资绩效差异趋于明显。考虑到目前资本市场整体处于低利率的环境且将持续,未来投资收益水平的提升面临一定压力。

利润表现方面,2021年以来,随着疫情在全球范围内得到控住,进入后疫情时期,面对全球主要发达经济体宽松货币政策的外溢影响,我国通过降准、再贷款、再贴现、中期借贷便利、公开市场操作等多种货币政策工具,引导货币市场利率围绕公开市场操作利率平稳运行,满足实体经济流动性需求。

2021年以来,货币政策延续稳健灵活的主要基调,宏观经济的基本面保持相对稳定,但受经济增速下行及疫情持续影响,煤炭、房地产、城投平台等投资领域的信用分层愈发明显,使得对资产久期、安全性要求较高的保险资金配置压力不断增加,加之权益市场波动加大,投资收益增长有所承压。另一方面,新单保费收入增速下降、车险综合改革等措施使得保险行业保费收入承压,会计准则变更加大保险公司准备金计提规模,导致盈利水平呈现下行趋势。2021年,人身险公司共计实现净利润2011亿元,较上年同期下降19%;财产险公司共计实现净利润527亿元,同比增长5.9%,但亏损险企数量有所增长,同时人保财险、平安财险和太保财险三家头部财险公司实现净利润共计456亿元,占全行业净利润的85%以上,中小财险公司盈利承压加剧。

图1 保险公司投资资产结构图



数据来源:银保监会网站,联合资信整理

(3) 偿付能力

人身险公司整体偿付能力保持较好水平,监管不断健全多样的资本补充工具,资本补充渠道进一步拓宽,但仍需关注业务的快速发展对保险公司资本的消耗以及“偿二代二期”全面

实施等因素对偿付能力充足性的影响。

2016年“偿二代”正式实施,行业整体偿付能力充足水平稳定,但呈下降趋势。2017年9月,原中国保监会发布实施偿二代二期工程建设方案,根据建设方案2018年5月,银保监会制定了《偿二代二期工程建设路线图和时间

表》，共 36 个建设项目。2021 年 12 月 30 日，中国银保监会发布《保险公司偿付能力监管规则(II)》(下称“规则 II”)，标志着“偿二代”二期工程建设顺利完成，保险业自编报 2022 年第 1 季度偿付能力季度报告起全面实施规则 II，对于受规则 II 影响较大的保险公司，中国银保监会将根据实际情况确定过渡期政策，允许在部分监管规则上分步到位，最晚于 2025 年起全面执行到位。根据银保监会公布的 2021 年保险业偿付能力状况数据显示，截至 2021 年四季度末，我国人身险保险公司行业平均综合偿付能力充足率为 222.5%，整体行业偿付能力水平相较于上季度末有所下降，偿付能力充足，风险处于较低水平。从已披露 2021 年四季度偿付能力的人身险公司情况来看，人身险公司偿付能力均满足监管要求，但部分保险公司偿付能力接近监管红线，其中共有 9 家人身险公司综合偿付能力充足率低于 150%，1 家公司核心偿付能力充足率低于 100%。此外，渤海人寿、信泰人寿、合众人寿、前海人寿、上海人寿和珠江人寿 6 家公司的风险评级为 C 类，未满足《保险公司偿付能力管理规定》中“风险综合评级在 B 类及以上”的要求。总体看，受业务结构调整及投资风险影响，人身险行业整体偿付能力充足水平有所下降，但行业抗风险能力仍处于较好水平；另一方面，业务的发展及资本市场的变化将会增加人身险行业的风险管控的难度，从而使得偿付能力的提升承压。考虑到目前银保监会偿二代二期工程建设顺利完成，随着偿二代二期工程的全面实施，部分保险公司偿付能力水平面临一定提升压力。

近年来，业务规模的快速发展、资本市场的波动、人身险公司价值转型以及监管力度的加大等因素对保险公司偿付能力稳定带来不利影响，叠加新冠疫情反复对展业形成的冲击，保险公司资本补充需求加大。目前我国保险公司主要通过股东增资、引进战略投资者、发行资本补充债券以及资本内生渠道等方式补充资本。2021 年 11 月，中国人民银行和中国银保

监会共同起草了《关于保险公司发行无固定期限资本债券有关事项的通知(征求意见稿)》，核心资本补充渠道进一步拓宽。2021 年，人身险公司实际发行资本补充债券 449.00 亿元(不含保险集团及再保险公司)。与此同时，部分保险公司寻求通过股东增资扩股、资本内生等方式补充资本，2021 年共有 30 家保险机构在中国保险行业协会官网发布变更注册资本的公告，合计拟增资 645.97 亿元，远高于 2020 年全年水平，其中人身险公司中中邮人寿、平安健康险、鼎城人寿、东吴人寿及平安养老险获准增加注册资本规模均不低于 20 亿元。总体看，虽然人身险行业整体偿付能力保持充足水平，但部分人身险公司补充资本的需求仍然存在；监管不断健全多样的资本补充工具，资本补充渠道进一步拓宽，资本结构持续优化。

4. 行业监管与政策支持

监管政策不断细化推动保险行业监管制度体系不断完善，监管政策整体延续审慎的基调。逐步健全的监管体系、加大对外开放力度、严格的监管政策以及相关支持政策均有助于国内保险公司持续稳健地经营和发展。

2021 年，银保监会继续保持审慎的监管态势并逐步完善保险行业监管制度体系，进一步引导保险行业发挥服务社会保障体系的重要功能。2021 年，在疫情及居民收入的不确定性等因素的影响，保险行业整体发展有所放缓，但监管力度并未因此而下降。相较于 2020 年，银保监会在保险行业处罚力度方面有所加大，处罚涉及处罚金额和罚单总数均有所增加。

2021 年全国保险监管系统累计公布了 2020 张监管处罚的罚单，罚单总金额高达 2.81 亿元，涉及 299 家保险机构。从受罚机构类型上看，财产险、人身险公司及其分支机构、保险中介机构依旧是主要受罚对象，其中以财险公司占比较高。从处罚原因方面来看，2021 年监管处罚中违法违规事由类型主要为编制提供虚假报告、报表、文件、资料；虚列费用；虚

列中介业务等。行政处罚类型主要包括警告或罚款；责令改正；撤销任职资格等。

在政策制定方面，2021 年全年银保监会累计发布保险相关各类政策 67 项；其中，涉及人身险政策发文最多。人身险方面，健康险作为人身险的重要组成部分依旧是监管规范的重点，2021 年，银保监会发布《关于规范短期健康保险业务有关问题的通知》《关于做好短期健康保险业务客户服务工作的通知》，明确规范短期健康保险续保、信息披露、销售和客户服务等问题，相关政策的出台进一步规范健康险业务。产品方面，银保监会发布《关于进一步丰富人身保险产品供给的指导意见》，提出保险机构应有效提升人身保险产品供给能力；同时，发布相关文件以开展专属商业养老保险试点、规范保险公司参与长期护理险试点。此外，政策进一步明确城乡居民大病保险业务、意外伤害保险业务、互联网人身保险等业务的管理办法。

财产险方面，2021 年 8 月，银保监会发布《财产保险公司保险条款和保险费率管理办法》，进一步规范财产保险公司条款开发和费率厘定行为，规范公司保险条款费率报送行为。2021 年 5 月，五部委联合发布《关于金融支持新型农业经营主体发展的意见》，提出探索构建涵盖财政补贴基本险、商业险和附加险等的农业保险产品体系。

在中介渠道方面，2021 年银保监会出台保险中介行政许可及备案实施办法，提高保险中介许可及备案事项的办事效率；印发保险中介机构信息化工作监管办法，提出保险中介机构信息化建设的具体要求；明确保险中介市场对外开放有关措施的通知，有助于进一步扩大保险业对外开放，促进保险业健康有序发展。

资金运用方面，银保监会出台相关政策，推动保险资金投资公开募集基础设施证券投资基金（REITs）；取消保险资金投资金融企业债券外部信用评级要求，同时放松投资非金融企业债券外部信用评级要求，有利于进一步丰

富保险资产配置结构。在资本补充方面，监管出台征求意见稿，允许保险公司发行无固定期限资本债券，有利于拓展保险公司融资渠道，提升风险抵御能力。

此外，2021 年，银保监会在消费者权益保护、强化保险公司股东监管、规范互联网保险业务、强化再保险业务及保险集团公司监管等方面均进一步细化，为保险行业的健康发展夯实制度基础。

2022 年 1 月，银保监会发布《保险公司非现场监管暂行办法》，建立统一的非现场监管工作标准。银保监会指出制定非现场监管暂行办法主要目的是服务于机构监管，因此强调机构监管部门作为非现场监管的牵头部门，并围绕机构监管部门的职责明确相关非现场监管工作要求。预计未来银保监会将针对不同类型保险公司制定相应的非现场监管指引，保险公司监管制度将进一步完善。

五、管理与发展

2021 年以来，阳光人寿公司治理架构持续有效运行；关联交易规模较小，无股权质押情况；但风险综合评级下调且受到监管处罚，需对公司风险管理及内控有效性等情况保持关注。

从股权结构来看，截至 2022 年 3 月末，阳光保险集团为公司控股股东，根据阳光人寿披露信息，公司无实际控制人。股权质押方面，截至 2022 年 3 月末，阳光人寿股东无质押公司股权以及股权被冻结的情况。

截至 2022 年 3 月末，阳光人寿董事会由 6 名董事构成，其中执行董事 1 名、非执行董事 5 名，均由阳光保险集团委派。2021 年以来，阳光人寿董事长未变动。截至 2022 年 3 月末，阳光人寿监事会由 3 名监事构成，其中职工监事 1 名、股东监事 1 名，外部监事 1 名。截至 2022 年 3 月末，阳光人寿高级管理层由 14 名成员组成，其中总经理 1 名、副总经理 2 名、总经理助理 8 名、董事会秘书 1 名、审计责任

人1名、合规负责人1名。2021年以来，阳光人寿总经理未变动。

从关联方交易来看，阳光人寿关联交易主要集中在资金运用和保险业务方面。保险业务方面，2021年，阳光人寿关联方保险业务收入1.43亿元，关联交易方主要为其股东及股东控制或施加重大影响的企业；手续费及佣金收入2.16亿元，关联交易方为阳光财产保险股份有限公司。目前，阳光人寿整体关联交易规模较低，关联交易风险可控。

根据阳光人寿2022年第一季度偿付能力报告披露，公司在2021年第一季度和2021年第二季度的“风险综合评级（分类监管）”评价中均被评定为A，在2021年第三季度和2021年第四季度的“风险综合评级（分类监管）”评价中均被评定为B。此外，2022年以来，阳光人寿部分分公司因存在编制虚假业务资料、未按照规定使用经批准或备案的条款和费率等问题受到监管处罚。

六、业务经营分析

2021年以来，公司作为阳光保险集团旗下从事人身保险业务的核心子公司，在集团内部保持突出的地位。在强化“一聚三强”的发展布局下，阳光保险集团重点将阳光人寿建设成为集团新业务价值、资产和现金流的主要贡献

来源，公司在业务开展上得到集团的大力支持。同时，阳光人寿依托集团“1+4”产业布局，开展多元化的产品营销。2021年，阳光人寿进一步优化保险业务以及投资资产配置结构，规模保费保持增长。阳光人寿在资产规模及业务规模上均处于同业上游水平。

1. 保险业务分析

2021年，阳光人寿保险业务收入有所提升；同时，阳光人寿价值转型战略逐步落地，产品结构不断优化，保险业务收入期限结构进一步优化；销售渠道以银保渠道为主，个人代理为公司价值贡献最大的渠道，但仍面临转型升级压力。

2021年，阳光人寿依托集团产业协同优势，进一步优化产品结构，市场份额有所提升。2021年，阳光人寿进一步开展高价值业务转型战略。在产品开发方面，阳光人寿加大长期保障类产品的占比，同时提高长期年金险占比；阳光人寿根据产品回溯情况，持续调整产品种类。2021年以来，公司业务转型成效进一步显现，普通寿险业务的拓展力度加大，原保险保费收入保持增长态势，市场份额有所提升。2021年，阳光人寿原保险保费收入市场占有率提升至1.95%，较上年度上升0.21个百分点。2021年，阳光人寿实现规模保费收入734.57亿元，较上年增长6.96%（见表5）。

表5 业务经营及市场排名

项 目	规模（亿元）			较上年度变动情况（%）			
	2019年	2020年	2021年	2022年1—3月	2020年	2021年	2022年1—3月
原保险保费收入（亿元）	481.18	551.04	608.27	268.60	14.52	10.39	26.47
原保险保费收入市场份额（%）	1.62	1.74	1.95	1.98	--	--	--
规模保费（亿元）	651.23	686.77	734.57	301.99	5.36	6.96	15.66

数据来源：阳光人寿提供数据，联合资信整理

2021年，阳光人寿进一步推进价值转型，普通寿险保费规模实现较快增长，普通寿险以及分红险仍为保险业务收入的主要来源；万能险规模占规模保费的比重有所下降，保费结构进一步优化。阳光人寿保险业务产品种类包括

普通寿险、分红险、万能险、健康保险和意外伤害保险等（见表6）。2021年，阳光人寿持续开展保险价值转型工作，公司有效整合精算、产品部门职能与营销工作，推出客户利益与公司价值并重的保险产品；同时，阳光人寿加大

科技赋能,采用基于大数据的创新型获客手段,并加强与旗下子公司山东阳光融合医院有限责任公司等业务协同,进一步完善医疗服务的保险客户增值服务,加大产品吸引力,带动各项业务收入规模提升,普通寿险规模保持较快增长,健康险规模亦有所上升,2021年,阳光人寿实现普通寿险规模保费267.61亿元,较上年增长33.88%,实现健康险规模保费95.26亿元,较上年增长4.39%。2021年,分红险仍为公司保险业务收入的主要来源之一,以3—5年期趸缴产品为主,由于公司推进价值转型,因此公司逐步降低分红险投放力度,2021年,公司分红险业务规模进一步下降。万能险方面,早期阳光人寿开展万能险业务以保障公司的资金来源持续稳定,2021年,随着各类保障类业务收入增长,同时响应保险业务回归本源,阳光人寿降低了万能险业务的开展力度,万能险收入有所下降。此外,2021年,阳光人寿意外险及投连险保费规模及占比仍处于较低水平。

表6 规模保费结构

项目	2019年	2020年	2021年	2022年1—3月
普通寿险(亿元)	120.09	199.89	267.61	135.95
分红险(亿元)	256.63	238.90	227.71	101.90
万能险(亿元)	179.12	144.87	135.23	35.43

表7 保险业务营销渠道结构

项目	规模(亿元)				占比(%)			
	2019年	2020年	2021年	2022年1—3月	2019年	2020年	2021年	2022年1—3月
团险渠道	18.31	15.80	16.27	7.97	2.81	2.30	2.21	2.64
个险渠道	230.50	236.44	225.25	68.69	35.39	34.43	30.66	22.75
银保渠道	351.67	381.47	442.11	212.92	54.00	55.54	60.19	70.51
电销渠道	43.46	41.96	39.15	8.95	6.67	6.11	5.33	2.96
经代渠道	4.37	4.88	5.31	1.53	0.67	0.71	0.72	0.51
网销渠道	2.94	6.22	6.48	1.94	0.45	0.91	0.88	0.64
合计	651.24	686.77	734.57	301.99	100.00	100.00	100.00	100.00

注:因四舍五入效应致使合计数据存在一定误差

数据来源:阳光人寿提供资料,联合资信整理

健康险(亿元)	79.97	91.25	95.26	26.85
意外险(亿元)	15.30	11.73	8.70	1.85
投资连险(亿元)	0.12	0.12	0.06	0.01
规模保费(亿元)	651.23	686.77	734.57	301.99

注:因四舍五入效应致使合计数据存在一定误差

数据来源:阳光人寿提供资料,联合资信整理

阳光人寿业务渠道较为多元化,2021年,银保渠道仍为阳光人寿保费规模最大的渠道,个人代理是公司新业务价值贡献最大的渠道,但受新冠疫情反复等因素影响,个险渠道保费规模有所下降。2021年,在推进价值转型的同时,阳光人寿进一步加大银保渠道拓展力度,高价值保单签约数量快速增长,银保渠道保费收入规模及占比均有所上升。从个险渠道来看,个人代理渠道仍为阳光人寿新业务价值贡献最大的渠道,2021年以来,受新冠肺炎疫情影响,阳光人寿个人代理渠道线下展业受到一定的限制,加之阳光人寿个险客户群体相对下沉,宏观经济下行及疫情持续蔓延背景下,部分客户群体收入有所下降,保险支出有所减少,导致阳光人寿个险渠道保费规模及占比有所下滑(见表7)。此外,消费者需求逐步升级,对代理人专业化程度要求更高,公司个险团队面临转型升级压力。

2021年,阳光人寿重点加大长险期缴产品

营销力度,期缴业务规模保持增长,保险业务

收入期限结构进一步优化。2021年以来，阳光人寿进一步加大力度发展价值型、长险期缴和注重保障功能的产品，产品结构不断优化，期缴保费收入进一步增长，趸缴保费收入较上年基本持平，公司保险业务收入期限结构有所优化。2021，阳光人寿实现趸缴业务保费收入200.73亿元，占保险业务收入的，占比有所下降；期缴业务首年及续期保费收入共计407.54亿元，较上年末增长15.23%，占保险业务收入的67.00%。

表8 保险业务收入期限结构

项目	2019年	2020年	2021年	2022年1-3月
趸缴保费收入(亿元)	194.72	197.36	200.73	101.41
期缴业务首年保费收入(亿元)	90.05	115.64	135.15	57.50
期缴业务续期保费收入(亿元)	196.41	238.04	272.39	109.70
合计	481.18	551.04	608.27	268.60

数据来源：阳光人寿提供资料，联合资信整理

2021年，公司进一步推进价值转型，内含价值实现较快增长，新业务价值进一步提升。2021年，公司将风险贴现率调整为11.0%进行计算。2021年以来，随着进一步推进价值转型，保险产品及时期限结构优化，2021年，公司实现新业务价值30.15亿元，同比增长4.3%，阳光人寿新业务价值进一步提升。2021年，得益于新业务贡献、预期回报提升及投资资产优化，阳光人寿实现内含价值727.55亿元，同比增长18.24%，内含价值实现较快增长。

从保单继续率来看，2021年，阳光人寿加强个险渠道团队转型升级，优化人员结构，代理人数量有所下降，加之新冠疫情反复，个险渠道线下展业受限，致使个险13个月保费继续率有所下降；银保13个月保费继续率保持在较高水平。

表9 续保情况

项目	2019年末	2020年末	2021年末	2022年3月末
13个月继续率(银保)(%)	91.96	95.29	94.43	93.59

13个月继续率(个险)(%)	88.17	86.14	84.74	84.89
----------------	-------	-------	-------	-------

数据来源：阳光人寿提供资料，联合资信整理

2022年以来，阳光人寿持续坚持价值转型，加大普通寿险等长期期缴业务拓展力度，2022年一季度，阳光人寿实现原保险保费收入268.60亿元，较上年同期增长26.47%，市场份额亦有所提升；从保险业务产品构成来看，2022年一季度，阳光人寿规模保费仍以普通寿险和分红险为主，其中普通寿险规模保费占比进一步提升，万能险规模保费占比有所下降，保险业务结构进一步优化。从渠道结构来看，2022年一季度，银保渠道仍是公司最主要的业务渠道，银保渠道规模保费占比进一步提升。从保费期限结构来看，2022年一季度，阳光人寿保险业务仍以期缴为主，保险业务期限结构较好。

2. 投资业务

得益于可运用保险资金规模增长，2021年以来，阳光人寿加大债券投资尤其是长久期政府债券配置力度，投资资产规模有所上升；投资品种以固定收益类投资为主，投资风格较为稳健，但需关注固收类及非标投资信用风险管控情况以及权益类投资价值波动对盈利及权益的影响。

阳光人寿将大部分资金委托阳光保险集团旗下的阳光资产管理股份有限公司(以下简称“阳光资产”)进行投资。2021年，阳光资产严格执行监管法律法规要求的投资品种和比例范围进行投资配置，主要为固定收益类、权益类等投资，在资本金和偿付能力的约束下，制定受托资产配置计划，明确投资限制和业绩基准，努力实现设定的投资目标，并将风险控制可在承受范围之内。2021年，随着保险业务持续发展，阳光人寿可运用保险资金规模进一步扩大，阳光人寿加大了投资资产尤其是固定收益类资产的配置，投资资产规模保持增长(见表10)。

为保证流动性，阳光人寿加大了逆回购协议等流动性工具的配置，2021年末流动性资产

投资规模和占比有所上升，主要为逆回购协议和活期存款，风险低，流动性较好。

固定收益类资产为阳光人寿第一大类投资资产类别。阳光人寿固定收益类投资以债券投资和银行存款为主，2021年，阳光人寿进一步加大了债券投资尤其是长久期政府债配置力度，债券投资品种主要为政府债、金融债和企业债，分别占债券投资总额的62.28%、23.63%和8.36%，其中，企业债券以央企和地方龙头国有企业债券为主，债券投资外部评级主要集中在AAA级，信用风险相对可控。从行业分布上来看，阳光人寿投资信用债多分布于交通运输、基础设施建设等行业。此外，阳光人寿的银行存款所选合作银行主要为国有商业银行与以及股份制银行，交易对手违约风险较低。

权益投资方面，阳光人寿资金投向以高分红股票为主，同时配置一定规模的成长股和价值股；股权投资方面，阳光人寿投资标的主要为合营与联营企业，包括城商行、租赁、资产管理公司等金融企业，以及能源、电力、旅游等产业集团，投资结构相对稳定。但考虑到公司权益类投资配置比例不低，在资本市场持续震荡背景下易产生较大波动，需持续关注权益类投资价值波动对盈利及权益的影响。

阳光人寿的其他投资以债权投资计划和信

托计划为主。2021年，阳光人寿在严控信用风险的前提下，选择交易结构清晰且收益率和期限符合负债端要求的项目进行配置，主要考虑融资人或担保人信用资质较好或者能提供优质资产作为抵押物的产品，底层以大型央企和国企为主，外部信用评级主要为AAA。但随着市场信用风险进一步加大，阳光人寿适当降低非标类资产配置规模，信托计划投资规模有所回落。

不动产投资方面，阳光人寿主要投向经济发达省份，以东南沿海、中部地区为主，禁入经济欠发达地区，整体投资规模和占比较低，风险相对可控。

从投资资产的资产质量来看，2021年，阳光人寿未新增实质性违约投资资产。截至2021年末，公司投资资产中两笔信托计划存在展期情况，其中一笔信托计划账面价值6.24亿元，未来兑付存在一定的不确定性，计提减值准备0.84亿元，目前该信托计划抵押物已足额覆盖剩余本金；另一笔信托计划存在利息展期情况，抵押物足额覆盖本金，阳光人寿预计最终发生损失的可能性较小。截至2021年末，阳光人寿投资资产计提减值准备14.44亿元。但在当前资本市场信用风险事件多发的外部环境下，需对公司投资资产信用风险情况保持关注。

表 10 投资资产

项目	金额(亿元)				占比(%)			
	2019年末	2020年末	2021年末	2022年1-3月	2019年末	2020年末	2021年末	2022年1-3月
流动性资产	62.51	91.23	178.00	47.28	2.63	2.97	5.47	1.43
货币型基金	16.33	10.21	8.85	1.54	0.69	0.33	0.27	0.05
活期存款	14.48	30.22	19.54	45.74	0.61	0.98	0.60	1.38
逆回购协议	31.69	50.80	149.61	0.00	1.34	1.65	4.60	0.00
固定收益类投资	1012.82	1564.64	1660.78	1895.44	42.68	50.87	51.06	57.22
银行存款	132.84	266.26	211.69	211.69	5.60	8.66	6.51	6.39
债券投资	871.37	1296.41	1446.54	1680.19	36.72	42.15	44.47	50.72
债券型基金	8.61	1.97	2.55	3.56	0.36	0.06	0.08	0.11
权益类投资	931.58	975.79	1003.96	961.15	39.26	31.73	30.86	29.01
股票	314.39	318.74	317.86	308.25	13.25	10.36	9.77	9.31
股票/混合型基金	301.07	236.09	169.36	144.64	12.69	7.68	5.21	4.37
股权投资计划	33.50	33.50	27.00	27.00	1.41	1.09	0.83	0.82

股权投资基金	76.26	90.78	119.35	120.54	3.21	2.95	3.67	3.64
未上市股权	206.36	296.68	292.79	293.62	8.70	9.65	9.00	8.86
资管产品	0.00	0.00	77.60	67.10	0.00	0.00	2.39	2.03
不动产类投资	29.84	40.52	20.50	19.84	1.26	1.32	0.63	0.60
债权类不动产投资	29.84	40.52	20.50	19.84	1.26	1.32	0.63	0.60
其他金融资产	336.05	403.39	389.54	388.91	14.16	13.12	11.98	11.74
债权投资计划	89.97	157.46	163.83	158.51	3.79	5.12	5.04	4.79
信托计划	246.08	245.93	225.71	230.40	10.37	8.00	6.94	6.96
投资资产总额	2372.80	3075.57	3252.78	3312.62	100.00	100.00	100.00	100.00
投资收益率（报表计算口径）	--	--	--	--	5.18	5.69	5.34	4.46

注：2022 年一季度投资收益率数据来自偿付能力报告

数据来源：阳光人寿提供数据及偿付能力报告，联合资信整理

从会计科目来看，阳光人寿将债券投资主要计入可供出售金融资产和持有至到期投资科目，少量计入交易性金融资产科目；将股票、基金及其他权益工具计入可供出售金融资产和交易性金融资产科目；将信托计划和债权投资计划主要计入归入贷款及应收款的投资及可供出售金融资产科目。

从投资收益情况来看，随着投资资产规模增长，2021 年，阳光人寿实现投资收益 182.78 亿元，此外，受权益市场行情影响，公司出现公允价值变动损失 7.74 亿元，同时由于权益投资价值波动，可供出售金融资产公允价值变动损失 16.01 亿元，阳光人寿综合投资收益率有所下降。

2022 年以来，阳光人寿投资资产规模较上年有所增长，公司进一步加大长久期政府债配置力度，整体投资资产结构基本稳定。2022 年一季度，阳光人寿实现投资收益 33.96 亿元，公允价值变动损失 0.53 亿元，但由于 2022 年以来，权益市场波动较大，导致公司其他综合收益下可供出售金融资产公允价值变动形成亏损，净资产有所下降。

七、财务分析

阳光人寿提供了 2021 年及 2022 年一季度

合并财务报表及偿付能力报告，安永华明会计师事务所（特殊普通合伙）对 2021 年合并财务报表及偿付能力报告进行了审计，并均出具了标准无保留的审计意见。2021 年新增纳入合并范围内的公司为阳光渝融（成都）置业有限责任公司，为 2021 年阳光人寿出资设立全资子公司，通过同一控制下企业合并新增。2022 年第一季度数据未经审计。

1. 盈利能力

2021 年，随着保险业务规模增长，阳光人寿已赚保费呈增长态势，随着投资资产配置规模的加大，投资收益有所增长，净利润规模明显上升，盈利能力强。2022 年一季度，营业收入保持增长，但由于寿险规模提升推动保险责任准备金规模增速较快以及投资收益下降，导致公司产生净亏损。

2021 年，阳光人寿持续优化产品结构，侧重价值增长，得益于长期价值产品的持续拓展营销以及银保渠道业务的逐步完善，阳光人寿保险业务收入保持增长（见表 11）。投资收益方面，阳光人寿的投资收益主要为固收类投资资产利息收入和权益工具投资资产分红收入。2021 年，阳光人寿投资收益有所上升，主要系当年投资资产规模增长所致。

表 11 保险业务盈利情况表

项 目	规模（亿元）				较上年度变动情况（%）		
	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 1—3 月	2020 年	2021 年	2022 年 1—3 月
营业收入	629.25	741.15	800.81	300.38	17.78	8.05	22.20
其中：已赚保费	470.34	542.41	595.76	259.28	15.32	9.84	27.78
保险业务收入	481.18	551.04	608.27	268.60	14.52	10.39	26.47
减：分出保费	9.97	8.86	12.95	3.81	-11.13	46.13	-12.79
投资收益	120.67	164.82	182.78	33.96	36.59	10.90	-11.38

数据来源：阳光人寿审计报告及财务报表，联合资信整理

阳光人寿营业支出主要包括退保金、赔付支出、提取保险责任准备金、手续费及佣金支出和业务及管理费等。2021 年，公司退保金主要由传统个人寿险产品产生，随着业务规模增长，退保金规模亦有所上升，综合退保率较上年基本稳定（见表 12）。赔付支出方面，阳光人寿赔付支出包括满期给付、年金给付、赔款支出和死伤医疗给付，从险种划分来看，阳光人寿赔付支出主要来源于个人分红寿险以及健康险险种，2021 年，由于个人分红寿险赔付支

出下滑，使得公司赔付支出有所下降，加之当年已赚保费规模增长，赔付率有所下降。2021 年，受其普通寿险规模的增长以及国债收益率曲线下行等因素影响，阳光人寿提取保险责任准备金规模有所增长。从成本管控方面来看，2021 年，随着保险业务增长，公司手续费及佣金支出有所上升，但职工工资支出下降等因素使得业务及管理费降幅较快，同时得益于营业收入增长，手续费及佣金率及综合费用率均有所下降，成本控制能力有所提升。

表 12 费用及退保情况

项 目	规 模				较上年度变动情况（%）		
	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 1—3 月	2020 年	2021 年	2022 年 1—3 月
营业支出（亿元）	596.02	702.60	739.31	301.06	17.88	5.22	27.07
其中：退保金（亿元）	121.72	47.79	58.89	22.90	-60.74	23.21	17.61
赔付支出（亿元）	77.36	93.30	84.03	24.25	20.60	-9.94	-15.62
提取保险责任准备金（亿元）	198.26	339.77	388.21	193.02	71.37	14.26	56.07
保单红利支出（亿元）	198.26	17.86	21.44	6.20	-90.99	20.04	21.58
手续费及佣金支出（亿元）	51.55	62.61	67.39	27.21	21.45	7.63	-11.12
税金及附加（亿元）	1.95	1.42	1.84	0.18	-27.07	29.52	-35.45
业务及管理费（亿元）	62.32	58.28	48.42	13.69	-6.48	-16.92	-10.85
资产减值损失（亿元）	13.07	22.78	11.89	-0.12	74.26	-47.83	-3966.36
综合退保率（%）	6.79	3.28	3.38	1.14	--	--	--
赔付率（%）	15.38	16.04	12.58	8.36	--	--	--
手续费及佣金率（%）	10.71	11.36	11.08	10.13	--	--	--

数据来源：阳光人寿审计报告、财务报表及提供数据，联合资信整理

从盈利情况来看，2021 年，随着保险业务收入的增长、剩余边际的逐步释放以及投资收益上升等因素影响，阳光人寿营业收入保持增长，同时得益于赔付率下降以及成本管控能力提升，营业支出增幅放缓，净利润明显增长，2021 年，阳光人寿实现净利润 63.09 亿元，较

上年增长 64.46%。从盈利指标情况来看，2021 年，得益于净利润大幅上升，阳光人寿总资产收益率和净资产收益率均明显上升，盈利能力仍处于行业较高水平，盈利能力强（见表 13）。

表 13 盈利水平

项目	2019年	2020年	2021年	2022年1—3月
利润总额（亿元）	33.13	38.63	61.48	-0.38
净利润（亿元）	33.98	38.36	63.09	-0.36
总资产收益率（%）	1.36	1.27	1.80	--
净资产收益率（%）	11.37	11.39	17.27	--

数据来源：阳光人寿审计报告及财务报表，联合资信整理

2022年一季度，阳光人寿持续加大普通寿险业务拓展力度，保险业务收入较去年同期实现较快增长，但受市场行情影响，投资收益同比有所下降；同期，由于普通寿险规模提升，阳光人寿当年提取保险责任准备金的规模亦有较快增长，推动公司营业支出同比大幅上升，但由于营业支出较营业收入增幅明显，导致阳光人寿出现净亏损。

2. 流动性

2021年，阳光人寿短期流动性风险可控，资产负债存在一定的期限错配，但整体风险可控。

从资产负债期限匹配情况来看，2021年，阳光人寿进一步推动价值转型，不断发展中长期产品，负债久期保持增长；在资产端，公司为降低错配期限，相应加大投资资产久期，增配长久期的利率债。阳光人寿根据资产负债管理办法，按照季度测算资产负债期限匹配情况，目前公司资产负债期限错配风险可控。截至2021年末，阳光人寿资产负债期限错配为4.39年，目前公司资产负债期限错配风险可控。但联合资信注意到，随着公司长期险保险产品的不断发展，且在当前市场环境下，国内资本市场长期资产供给不足，公司将面临一定的再投资压力。未来，公司将加强资产流动性管理，适当选择并持有久期较长的资产，使其资产负债在期限和收益上达到较好的匹配。

从资产构成来看，2021年，公司持有的流动性较高的可快速变现资产主要包括货币资金、可供出售金融资产（扣除未上市股权投资）和定期存款等。2021年，公司可快速变现资产规模进一步增加，占资产总额的比重整体有所

提升（见表14）。

从负债构成来看，准备金计提方面，随着业务转型的深入推动，2021年公司提取保险准备金及保险合同准备金余额有所增长。得益于保险合同准备金余额增长以及赔付支出规模下降，公司准备金赔付倍数有所上升。

表 14 主要流动性指标

项目	2019年末	2020年末	2021年末
可快速变现资产（亿元）	886.63	1202.10	1526.13
可快速变现资产/资产总额（%）	33.31	35.64	41.86
保险合同准备金（亿元）	1292.40	1631.88	2019.58
准备金赔付倍数（倍）	6.49	11.57	14.13
未来1年内的综合流动比率（%）	582.67	178.27	368.00

数据来源：阳光人寿审计报告及偿付能力报告，联合资信整理

2021年末，从综合流动比率等指标来看，阳光人寿短期流动性比率指标结果良好。净现金流方面，阳光人寿现有优质流动性资产充裕，在基础情景下，可覆盖未来现金流出；同时，按照资产负债现金流和久期匹配的原则进行资产配置，已充分考虑未来的现金流情况，并建立现金流预警机制且同时在投资已考虑资产的可变现性，故截至2021年末公司流动性保持充裕。阳光人寿定期开展现金流压力测试，对未来一段时间内的流动性风险进行预测分析，从2021年四季度流动性压力测试结果看，阳光人寿现有流动性资产储备能够应对未来期间的各项资金需求，流动性风险在可控范围内。

3. 资本充足性

2021年，阳光人寿资产认可度较高，资产安全性较好；2021年以来，业务的持续发展对其资本形成一定消耗，公司偿付能力有所下降，但仍保持充足水平；但2022年以来受“偿二代”二期实施及权益规模下降影响，公司核心偿付能力充足率明显下降，未来随着业务的持续发展，公司偿付能力变化情况需保持关注。

在资本补充方面，2021年，阳光人寿未进行增资扩股，主要通过利润留存补充资本。此外，2021年，阳光人寿对其2016年发行的60.00亿

元资本补充债券到期赎回，同年成功发行 50.00 亿元资本补充债券对其附属一级资本进行补充。截至 2021 年末，阳光人寿所有者权益合计 374.99 亿元，其中实收资本 183.43 亿元，资本公积 29.67 亿元，未分配利润 99.16 亿元，盈余公积 18.59 亿元，一般风险准备 18.59 亿元。

认可负债方面，阳光人寿认可负债主要为准备金负债及保户储金及投资款。2021 年，随着规模保费的增长，阳光人寿保户储金及投资款规模有所增长；同时，随着阳光人寿对准备金提取规模的提升，相应对认可负债的贡献有所上升，带动认可负债规模有所增长，认可负债结构进一步优化。认可资产方面，阳光人寿认可资产主要为投资资产、长期股权投资与现金及流动性管理工具。2021 年，随着阳光人寿投资资产规模的增长，认可资产规模有所增长。总体看，阳光人寿资产及负债认可规模较大，资产认可度较高，资产安全性较好。

2021 年，由于业务发展对核心一级资本形成一定消耗，公司核心一级资本有所下降，加之当年新发行资本补充债券未足额补充当年赎回资本补充债券规模，因此附属一级资本亦

有所下降，导致实际资本有所收窄。截至 2021 年末，公司实际资本为 652.07 亿元。2021 年，公司保障型产品业务发展对资本产生一定消耗，寿险业务保险风险最低资本有所上升；同时，受投资资产规模增长影响，公司面临的市场风险最低资本增长，致使公司最低资本相应提升。受上述因素影响，公司核心偿付能力充足率及综合偿付能力充足率均有所下降，但仍高于监管要求，保持充足水平（见表 15）。

2022 年以来，随着保险业务规模持续增长，阳光人寿认可资产和认可负债规模均保持增长，认可资产负债率保持在较高水平。2022 年一季度，由于“偿二代”二期下，保单未来盈余不能全额计入核心资本，随着“偿二代”二期的全面实施以及业务发展消耗资本，加之受公司出现净亏损以及其他综合收益下可供出售金融资产公允价值变动形成亏损影响，净资产有所下降，使得阳光人寿核心一级资本明显下降，最低资本亦有所上升，截至 2022 年 3 月末，公司核心偿付能力充足率明显下滑，综合偿付能力充足率亦有所下降，未来公司偿付能力的变化情况需保持关注。

表 15 偿付能力情况

项目	2019 年末	2020 年末	2021 年末	2022 年 3 月末
资产总额（亿元）	2661.62	3372.71	3646.03	3765.54
负债总额（亿元）	2343.88	3017.16	3271.04	3448.29
注册资本（亿元）	183.43	183.43	183.43	183.43
所有者权益（亿元）	317.74	355.55	374.99	317.24
认可资产（亿元）	2619.16	3343.25	3641.28	3756.42
认可负债（亿元）	1989.16	2666.05	2989.21	3106.74
实际资本（亿元）	630.01	677.20	652.07	649.68
其中：核心一级资本（亿元）	570.04	617.22	601.91	429.90
最低资本（亿元）	292.69	328.99	342.61	357.42
认可资产负债率（%）	75.95	79.74	82.09	82.70
核心偿付能力充足率（%）	194.76	187.61	174.87	126.92
综合偿付能力充足率（%）	215.25	205.84	189.47	181.77

数据来源：阳光人寿审计报告、偿付能力审计报告和偿付能力报告，联合资信整理

八、外部支持

公司控股股东阳光保险集团综合财务实力

强，能在资本补充、业务拓展、公司治理等多方面给予公司有力支持；人身保险公司承担一定社会养老及社会公共职能，出现经营风险后能获得政府支持的可能性较大。

阳光保险集团为公司控股股东，阳光保险集团通过“一身四翼”的产业布局，形成在保险主业、金融平台、产业结构、境内外业务、信息数据、服务能力等多方面具有较强竞争力的金融保险服务集团。“一身四翼”指集团以保险业务为主业，共同推进“金融阳光”“健康阳光”“海外阳光”和“数据阳光”多个层面协同发展的战略布局。阳光保险集团旗下主要包括阳光财产保险股份有限公司（以下简称“阳光财险”）、阳光人寿、阳光信用保证保险股份有限公司和阳光资产等子公司。阳光保险集团无控股股东以及实际控制人。自成立以来，阳光保险集团累计承担社会风险 2780 万亿元，支付各类赔款超 2260 亿元，上缴税收超 580 亿元，累计为超 4.32 亿客户提供保险保障。截至 2021 年末，阳光保险集团资产总额 4416.24 亿元，所有者权益 592.18 亿元；2021 年实现营业收入 1200.68 亿元。目前，阳光保险集团已向港交所递交招股说明书，需对阳光保险集团上市进程保持关注。

公司作为阳光保险集团的控股子公司，在阳光保险集团系统内具有重要战略地位，并能在资本补充、公司治理、业务开拓等方面得到阳光保险集团的大力支持。

同时，寿险公司承担一定的社会养老及社会公共职能，其对支持国家落实社会养老体系完善工作、维护金融稳定等方面发挥重要作用，在金融体系中具有较为重要的地位，当出现经营困难时，获得政府直接或间接支持的可能性大。

九、债券偿付能力分析

综合考虑阳光人寿的业务发展水平、较为稳定的现金流和可快速变现资产，以及募集资

金的有效管理和运用，公司存续期内的债券偿付能力极强。

截至本报告出具日，阳光人寿已发行且尚在存续期内的资本补充债券本金 50.00 亿元。资本补充债券本金的清偿顺序和利息支付顺序列于保单责任和其他普通负债之后，股权资本等核心资本工具之前；假若阳光人寿无法如约支付本息时，该资本工具的权益人无权向法院申请对保险公司实施破产清偿。存续期内的资本补充债券设定 1 次公司选择提前赎回的权利。在行使赎回权后发行人的综合偿付能力充足率不低于 100% 的情况下，经报中国人民银行和中国银保监会备案后，发行人可以选择在第 5 个计息年度的最后一日，按面值全部或部分赎回债券。

以 2021 年末的财务数据为基础，公司净利润、可快速变现资产、股东权益对公司存续期内的资本补充债券本金的保障倍数见表 16，公司对存续期内的债券保障程度好。

表 16 存续期债券保障情况

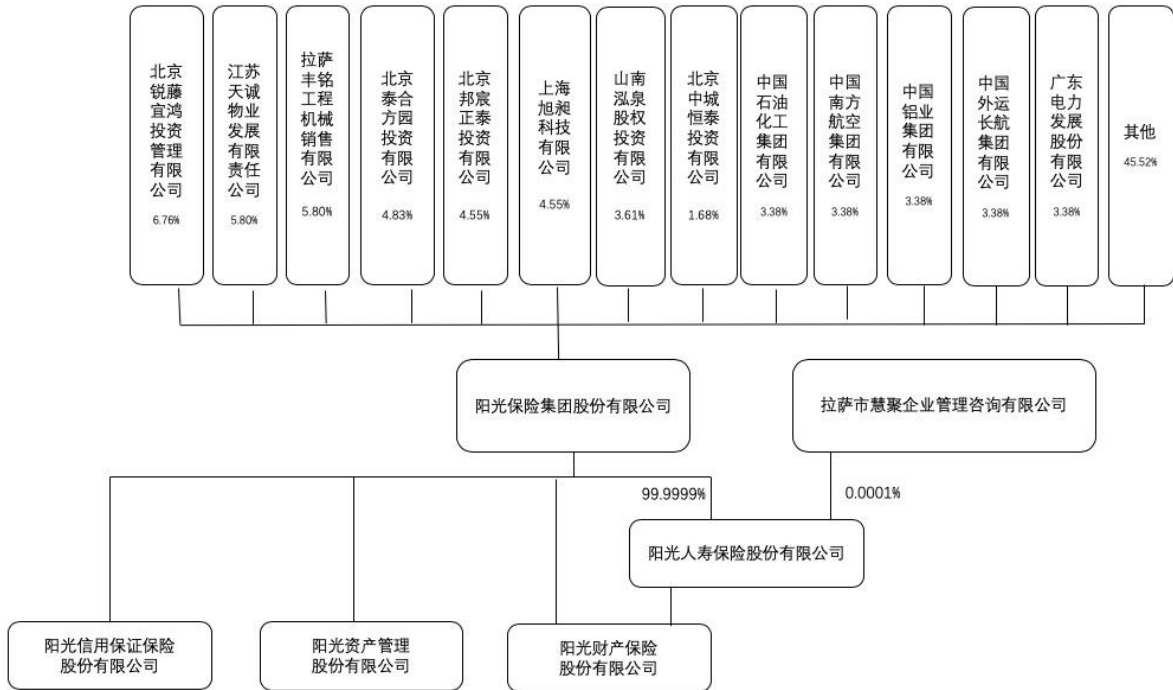
项 目	2021 年末
存续期债券本金（亿元）	50.00
净利润/存续期债券本金（倍）	1.26
可快速变现资产/存续期债券本金（倍）	30.52
股东权益/存续期债券本金（倍）	7.50

数据来源：公司审计报告，联合资信整理

十、结论

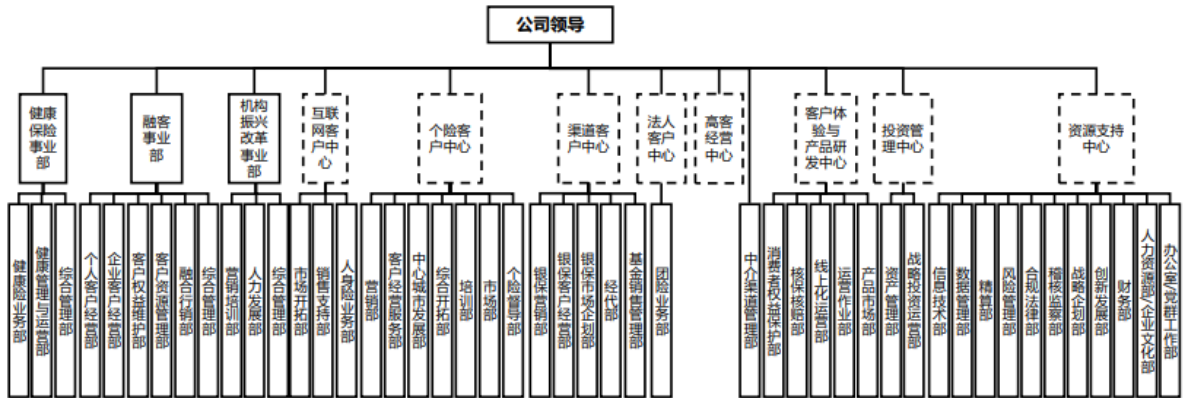
基于对阳光人寿经营风险、财务风险、外部支持及债券偿付能力等方面的综合分析评估，联合资信确定维持阳光人寿主体长期信用等级为 AAA，维持“21 阳光人寿”债券信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

附录 1 2022 年 3 月末阳光人寿股权结构图



资料来源：阳光人寿提供，联合资信整理

附录 2 2022 年 3 月末公司组织架构图



资料来源：阳光人寿提供，联合资信整理

附录3 同业对比表

2021年指标	建信人寿	人保寿险	中邮人寿	阳光人寿
总资产（亿元）	2714.82	5399.57	4009.89	3646.03
所有者权益（亿元）	225.00	493.47	281.10	374.99
保险业务收入（亿元）	477.41	968.47	858.09	608.27
原保险保费收入市场份额（%）	1.53	2.91	2.75	1.95
营业收入（亿元）	600.00	1235.34	1023.18	800.81
净利润（亿元）	11.88	41.45	14.0	63.09
平均净资产收益率（%）	5.37	8.41	5.11	17.27
综合偿付能力充足率（%）	171.00	249.47	156.52	189.74
核心偿付能力充足率（%）	138.00	221.40	100.56	174.87

注：“建信人寿”为“建信人寿保险股份有限公司”简称；“人保寿险”为“中国人民人寿保险股份有限公司”简称；“中邮人寿”为“中邮人寿保险股份有限公司”简称

数据来源：各公司公开年报、Wind、中国银行保险监督管理委员会

附录 4 人身保险公司主要财务指标计算公式

指标	计算公式
投资类资产	交易性金融资产+衍生金融资产+买入返售金融资产+定期存款+可供出售金融资产+持有至到期投资+贷款及应收款项类投资+长期股权投资+投资性房地产+拆出资金+存出资本保证金
可快速变现资产	货币资金+交易性金融资产+买入返售金融资产+可供出售金融资产(扣除股权投资和资产管理产品)+定期存款
保险合同准备金	未到期责任准备金+未决赔款准备金+寿险责任准备金+长期健康险责任准备金
准备金赔付倍数	年末保险准备金余额/(当年赔付支出+当年退保金)×100%
手续费及佣金率	手续费及佣金支出/保险业务收入×100%
综合费用率	(分保费用+营业税金及附加+手续费及佣金支出+业务及管理费-摊回分保费用)/已赚保费×100%
总投资收益	投资收益+公允价值变动损益+汇兑收益+其他业务收入中应计入部分-其他业务支出中应计入部分
总投资资产收益率	总投资收益/投资类资产平均资金占用×100%
实际资本	认可资产-认可负债
认可资产负债率	认可负债/认可资产×100%
资产认可率	资产净认可价值/资产账面价值×100%
核心偿付能力充足率	核心资本/最低资本×100%
综合偿付能力充足率	实际资本/最低资本×100%
赔付率	(赔付支出-摊回赔付支出)/已赚保费×100%
退保率	本期退保金/(期初寿险责任准备金+期初长期健康险责任准备金+本期期缴保费收入)×100%
总资产收益率	净利润/[(期初资产总额+期末资产总额)/2]×100%
净资产收益率	净利润/[(期初净资产总额+期末净资产总额)/2]×100%

附录 5-1 保险公司主体长期信用等级设置及含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。除 AAA 级、CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

各信用等级符号代表了评级对象违约概率的高低和相对排序，信用等级由高到低反映了评级对象违约概率逐步增高，但不排除高信用等级评级对象违约的可能。

具体等级设置和含义如下表。

信用等级	含义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约概率极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约概率很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约概率较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约概率一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约概率较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约概率很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约概率极高
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
C	不能偿还债务

附录 5-2 保险公司中长期债券信用等级设置及含义

联合资信保险公司中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

附录 5-3 评级展望设置及含义

评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。评级展望通常分为正面、负面、稳定、发展中等四种。

评级展望	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级调升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调降的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能调升、调降或维持