

信用评级公告

联合〔2022〕5233号

联合资信评估股份有限公司通过对国华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，确定维持国华人寿保险股份有限公司主体长期信用等级为AA⁺，维持“20国华人寿01”（30亿元）及“21国华人寿01”（30亿元）信用等级为AA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

二〇二二年六月二十七日

国华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
国华人寿保险股份有限公司	AA+	稳定	AA+	稳定
20 国华人寿 01	AA	稳定	AA	稳定
21 国华人寿 01	AA	稳定	AA	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
20 国华人寿 01	30 亿元	5+5 年	2030-12-17
21 国华人寿 01	30 亿元	5+5 年	2031-07-08

评级时间: 2022 年 6 月 27 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)	1974.76	2327.72	2572.27	2619.21
负债总额(亿元)	1707.27	2053.51	2269.02	2334.44
保险合同准备金(亿元)	1136.91	1470.76	1547.82	1528.60
股东权益(亿元)	267.49	274.20	303.25	284.77
注册资本(亿元)	48.46	48.46	48.46	48.46
核心偿付能力充足率(%)	131.43	161.22	131.19	118.35
综合偿付能力充足率(%)	139.02	186.34	166.02	170.88
项目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 1-3 月
营业收入(亿元)	489.78	411.80	495.83	182.15
已赚保费(亿元)	375.76	288.96	373.84	151.85
投资收益(亿元)	97.53	94.98	103.81	30.12
净利润(亿元)	22.16	11.10	8.49	2.70
投资收益率(%)	6.60	5.51	4.71	/
综合退保率(%)	9.53	8.59	13.81	/
综合费用率(%)	14.88	2.61	13.13	/
手续费及佣金率(%)	9.40	7.27	8.95	/
总资产收益率(%)	1.20	0.52	0.35	/
净资产收益率(%)	10.86	4.10	2.94	/

注: 2022 年一季度财务数据未经审计

数据来源: 国华人寿审计报告、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”)对国华人寿保险股份有限公司(以下简称“国华人寿”或“公司”)的评级反映了 2021 年以来, 国华人寿公司治理机制和 risk 管理体系不断完善、业务渠道较通畅、多元化投资资产配置等有利因素。同时, 公司第一大股东天茂实业集团股份有限公司能够在资本补充、公司治理和业务发展等方面给予公司一定支持。此外, 联合资信也关注到, 国华人寿保险业务对银邮渠道依赖度仍然较高、2021 年以来部分年金产品退保规模较大造成营业支出显著攀升、盈利能力有所弱化、国内寿险行业竞争环境日益激烈等因素对其经营发展及信用水平可能带来的不利影响。

未来, 国华人寿将持续推动业务价值转型, 以“降低负债成本, 拉长负债久期, 优化缴费结构, 增加保障内容”逐步优化业务结构, 并以长期储蓄型和风险保障型业务为发展重点, 持续深化渠道合作, 加强产品创新, 优化资源配置。另一方面, 国华人寿保险业务目前仍以银邮渠道业务为主, 业务的快速发展对资本消耗较快, 部分保险产品的持续性以及其未来盈利能力亦需保持关注。此外, 保险费率改革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, 联合资信评估股份有限公司确定维持国华人寿保险股份有限公司主体长期信用等级为 AA+, 维持“20 国华人寿 01”和“21 国华人寿 01”信用等级为 AA, 评级展望为稳定。

分析师

孔宁 梁新新

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. **国华人寿期缴业务占比持续提升，保险业务结构持续优化。**2021年以来，国华人寿持续优化产品缴费结构，期缴保险业务保费收入占比持续提升，业务结构持续优化。
2. **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. **需关注国华人寿部分保险产品持续性及未来盈利水平变化情况。**受部分年金产品到期退保等因素的影响，2021年国华人寿退保金规模显著增加，进而造成营业支出显著攀升，同时叠加新冠疫情持续对保险业务及资本市场的不利影响，其盈利水平有所下降，需关注业务的持续性发展情况以及对公司整体盈利水平带来的影响。
2. **国华人寿保险收入结构有待进一步优化。**国华人寿保险业务收入来源较为单一，以银邮渠道为主，险种收入集中度相对较高，业务结构及产品类型有待进一步优化。
3. **需关注国华人寿权益类资产、不动产类资产及其他金融资产投资所面临的相关风险。**国华人寿权益类资产、不动产类资产及其他金融资产投资规模较大，需持续关注市场风险、交易对手信用风险及整体资产的流动性风险。
4. **需关注国华人寿未来股权结构变化情况。**国华人寿控股股东天茂集团2019年拟通过向其他全部股东发行股份、可转换债券以及支付现金的形式吸收合并国华人寿，但上述计划于2020年终止；截至本报告出具日，天茂集团持有国华人寿的股权比例为51.00%，需关注未来股权结构变化情况。

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国华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。

国华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”）关于国华人寿保险股份有限公司（以下简称“国华人寿”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

国华人寿成立于2007年11月，是经原中国保险监督管理委员会批准，天茂实业集团股份有限公司（以下简称“天茂集团”）、上海汉晟信投资有限公司（现更名为宁波汉晟信投资有限公司）、上海日兴康生物工程有限公司、上海合邦投资有限公司、海南博伦科技有限公司（现更名为宁波博永伦科技有限公司）、海南凯益实业有限公司（现更名为宁波凯益合贸易有限公司）6家企业共同发起组建的全国性股份制人寿保险公司，初始注册资本3.00亿元。2019年4月，国华人寿通过增资扩股引入湖北省宏泰国有资本投资运营集团有限公司（现更名为“湖北宏泰集团有限公司”，以下简称“宏泰集团”）、武汉地产开发投资集团有限公司（现更名为武汉城市建设集团有限公司）、武汉市江岸国有资产经营管理有限责任公司3家国有股东，同时原控股股东天茂集团进一步增资，共募集资金95.00亿元，其中增加股本10.4625亿元，其余计入资本公积，均为货币出资。2021年以来，国华人寿未进行增资扩股，股权结构保持稳定。截至2022年3月末，国华人寿注册资本为48.4625亿元，第一大股东为天茂实业集团股份有限公司，实际控制人为刘益谦，国华人寿股东持股情况

见表1。

表1 2022年3月末公司股东持股情况

序号	股东名称	持股比例
1	天茂实业集团股份有限公司	51.0000%
2	宁波凯益合贸易有限公司	15.0478%
3	宁波博永伦科技有限公司	13.9083%
4	宁波汉晟信投资有限公司	9.4653%
5	湖北宏泰集团有限公司	9.2150%
6	武汉城市建设集团有限公司	1.1363%
7	武汉市江岸国有资产经营管理有限责任公司	0.2273%
合计		100.0000%

数据来源：国华人寿提供，联合资信整理

截至2022年3月末，国华人寿共设立18家二级机构（省级分公司），91家三级机构（中心支公司），4家四级机构（2家支公司、2家营销服务部）。截至2022年3月末，国华人寿控股子公司包括：重庆平华置业有限公司、宁波华凯置业有限公司、荆门市城华置业有限公司、华瑞保险销售有限公司、武汉平华置业有限公司、上海国华商业管理有限公司、海南国华康养有限公司、荆门市双泉温泉置业有限公司、武汉国荣置业有限公司、武汉国薇置业有限公司、上海平华置业有限公司、成都国华旅居康养有限公司、国华不动产有限公司、国华保合健康养老产业发展有限公司、嘉兴浦晨投资有限公司、上海佰山企业管理有限公司、国华兴益保险资产管理有限公司、上海瑜华东滩健康管理有限公司。

国华人寿注册地址：武汉市江岸区中山大道1627号中信泰富大厦12楼1210-1211室。

国华人寿法定代表人：刘益谦。

三、已发行债券概况

截至本报告出具日，国华人寿存续期内且经联合资信评级的债券为2020年12月发行的2020年第一期资本补充债券(30亿元)和2021年7月发行的2021年第一期资本补充债券(30亿元)，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	交易流通终止日期
20 国华人寿 01	30 亿元	5.50%	5+5 年	2030-12-16
21 国华人寿 01	30 亿元	5.50%	5+5 年	2031-07-07

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¹(5.19%)有所回落；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

¹为剔除基数效应影响，方便对经济实际运行情况进行分析判断，文中使用的2021年两年平均增速为以2019年同期为基期计算的几何平均增长率，下同。

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	19.18%	国寿股份	19.35%	国寿股份	19.85%
2	平安人寿	16.67%	平安人寿	15.03%	平安人寿	14.64%
3	太保人寿	7.17%	太保人寿	6.58%	太保人寿	6.71%
4	华夏人寿	6.17%	新华人寿	5.04%	新华人寿	5.24%
5	太平人寿	4.74%	华夏人寿	4.64%	泰康人寿	4.95%
6	新华人寿	4.66%	太平人寿	4.56%	太平人寿	4.76%
7	泰康人寿	4.42%	泰康人寿	4.54%	人保寿险	3.10%
8	人保寿险	3.31%	人保寿险	3.04%	中邮人寿	2.75%
9	前海人寿	2.58%	中邮人寿	2.59%	富德生命人寿	2.59%
10	中邮人寿	2.28%	前海人寿	2.47%	前海人寿	2.30%
	合计	71.18%	合计	67.85%	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，新冠疫情肺炎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

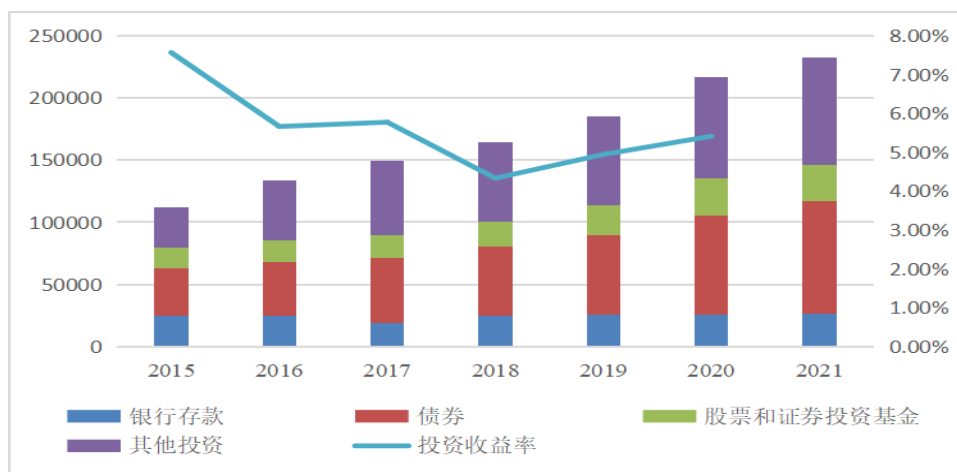
内保险资金运用余额 23.23 万亿元，较上年末增长 7.14%。从投资资产结构来看，截至 2021 年末，保险公司银行存款与债券投资合计占总资金运用金额的比例为 50.31%，较 2019 年末上升 1.74 个百分点；股票和证券投资基金占比 12.70%，下降 1.06 个百分点；其他投资占比 36.99%，下降 0.68 个百分点。

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。

3. 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的要求，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

国华人寿建立了适合自身发展需求的公司治理结构，各治理主体运作规范；股权质押比例较低，关联交易规模不大。截至2022年3月末，天茂集团的持股比例为51%，需关注未来国华人寿股权结构变动情况。

2021年以来，国华人寿未进行增资扩股，股权结构保持稳定。截至2022年3月末，国华人寿注册资本为48.4625亿元。其中，国有股占10.5786%，民营法人股占89.4214%；第一大股东为天茂集团，持股比例51.0000%，为国华人寿的实际控制人。截至2022年3月末，国华人寿第一大国有股东为宏泰集团，持股比例9.2150%。宏泰集团为湖北省内省级国有资本运营主体，其实际控制人为湖北省财政厅。天茂集团前身是荆门市化工厂，创立于1983年，1993年改制设立湖北荆门化工医药（集团）股

份有限公司，1995年更名为湖北中天股份有限公司，1996年公开发行股票并A股上市，2000年更名为湖北百科药业股份有限公司，2006年7月更名为天茂实业集团股份有限公司，实际控制人为刘益谦。截至2021年末，天茂集团资产总额2639.04亿元，归属于母公司股东所有者权益合计225.53亿元；2021年，天茂集团实现归属于母公司股东净利润4.71亿元。

此外，联合资信关注到2019年8月20日，天茂集团披露了《天茂实业集团股份有限公司关于筹划发行股份购买资产事项暨关联交易的停牌进展公告》，拟通过向控股子公司国华人寿的除天茂集团外其他全部股东发行股份、可转换债券以及支付现金的形式吸收合并国华人寿并募集配套资金。2020年5月26日，天茂集团发布《关于终止吸收合并国华人寿保险股份有限公司并募集配套资金暨关联交易的公告》，公告显示受到新型冠状病毒感染肺炎疫情的影响，天茂集团拟对标的资产加期审计至2019年12月31日，重组的评估基准日变更为2019年12月31日。此次重大资产重组历时较长，在此次重大资产重组期间，外部资本市场环境发生了较大变化，部分交易对方对此次重组的股份发行价格、标的公司估值等核心条款提出了新的意见，交易对方无法在原定计划时间内与天茂集团就此达成一致。经审慎讨论，此次重大资产重组在时间上存在不确定性，预计无法在原定计划时间内完成，故决定终止此次重大资产重组事项。2021年，公司股权结构未有变更。此外，根据《保险公司股权管理办法》规定，保险公司单一股东持股比例上限为三分之一，目前，天茂集团对国华人寿的持股比例仍为51%，联合资信将对天茂集团持股比例变动情况及国华人寿股权结构变动情况保持关注。

股权质押方面，截至2022年3月末，国华人寿股东中共有2户股东将其持有的国华人寿部分股权对外质押，质押股份合计为1.08亿股，占全部股份的2.23%。

截至2022年3月末，国华人寿董事会由7

名董事组成，其中董事长1名、执行董事2名、独立董事4名。2021年以来，国华人寿董事长未变动。国华人寿监事会由5名监事构成，其中监事长1名，职工监事2名，股东监事2名。公司高级管理层由9名成员组成，其中总经理1名，副总经理4名，总经理助理1名，总精算师1名，审计责任人1名，董事会秘书1名。2021年以来，公司总经理未变动。

关联交易方面，根据国华人寿提供资料显示，国华人寿根据法律法规和相关监管规定开展关联交易。国华人寿关联交易主要为向关联方出租房地产以及向国华兴益保险资产管理有限公司委托资产管理。根据国华人寿提供的关联交易分类合并披露公告，2021年，国华人寿利益转移类关联交易规模为1.35亿元、资金运用类关联交易规模为45.93亿元，保险业务类关联交易规模为15.19万元。国华人寿关联交易整体规模不大，且均在监管要求范围之内。

根据国华人寿2022年第一季度偿付能力报告披露，公司在2021年第一季度、第二季度第三季度和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A。

2022年4月14日，根据中国银行保险监督管理委员会（以下简称“中国银保监会”）发布的行政监管措施决定书，国华人寿存在超范围进行债券投资的合规问题，并要求国华人寿及时整改超范围投资问题，调整相关负责人及管理人员，采取有效措施化解相关投资风险，确保持续符合中国银保监会有关监管规定。根据国华人寿提供的相关资料，国华人寿已经对上述事项进行整改，上述事项预计不会对公司经营、财务和信用状况产生重大不利影响。

六、业务经营分析

2021年，国华人寿按照“坚定转型发展，突出价值成长，全面提升能力，迈向成熟险企”的发展思路，持续推进资本运作、转型发展和资产质量改善等方面工作，并积极应对行业环

境变化，主动优化调整业务结构，保险业务及资金运用业务持续发展，保险业务市场份额稳步提升。投资业务方面，国华人寿投资资产规模有所上升，其中固定收益类投资占比有所提高，权益类投资占比略有下降，投资结构有所优化；但其不动产类投资及其他金融投资占比仍然较高，未来需关注其资产质量变化。

1. 保险业务分析

2021年，国华人寿保险业务规模持续增长，期缴业务占比有所提升，内含价值稳步提升；

但另一方面，国华人寿保险产品结构有所调整，退保规模有所上升，未来保险业务持续开展需保持关注；销售渠道以银邮渠道为主，渠道多元化程度有待加强。

2021年，国华人寿持续推进价值型业务发展，保险业务规模保持稳步发展态势，保险业务规模稳步上升，市场占有率有所提升。2021年，国华人寿原保险保费收入市场占有率为1.21%，较上年度上升0.18个百分点。2021年，国华人寿实现规模保费收入456.71亿元，较上年增长3.03%。

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
原保险保费收入（亿元）	375.80	325.40	378.41	150.89	-13.41	16.29
原保险保费收入市场份额（%）	1.27	1.03	1.21	1.11	/	/
规模保费（亿元）	539.72	443.28	456.71	167.82	-17.87	3.03

数据来源：国华人寿提供数据，联合资信整理

2021年，国华人寿规模保费以传统寿险和分红险为主，万能险保费收入占比持续下降，险种结构有所调整。

2021年，在保持保险规模适度增长的同时，国华人寿推进长期价值和风险保障型业务发展，从“拉长负债久期，优化缴费结构，降低负债成本，增加保障内容”四个方面持续优化业务结构，万能险规模持续收缩，健康险及投连险规模保持稳定，同时出于满足市场需求以及提高保险业务规模的考虑，分红险规模显著提升，期限上以10年以上为主，但受前期投放的个别产品到期退保的影响，其传统寿险收入规模明显收缩。2021年，国华人寿实现规模保费收入456.71亿元，其中传统寿险、分红险及万能险占比分别为55.35%、25.39%和12.75%，其余险种收入占比均低于5%。

传统寿险（亿元）	366.58	315.15	252.79	59.06
健康险（亿元）	7.93	9.07	9.22	2.40
意外险（亿元）	0.16	0.06	0.07	0.01
万能险（亿元）	159.49	98.60	58.23	17.11
投连险（亿元）	4.66	19.59	20.44	-0.08
规模保费（亿元）	539.72	443.28	456.71	167.82

注：因四舍五入效应致使合计数据存在一定误差

数据来源：国华人寿提供资料，联合资信整理

国华人寿主要依托各分支机构、银邮等渠道开展保险业务，其中银邮渠道是保险业务收入的主要来源；2021年以来，国华人寿直销及保险专业代理渠道占比有所提升，保险业务渠道结构有所优化。国华人寿主要通过其各分支机构、银行各渠道以及互联网平台开展业务。2021年，银邮渠道仍为国华人寿重要业务渠道；具体为，国华人寿银行保险事业中心专门负责管理银行和非银行金融机构合作渠道，各分支机构协同开展银邮渠道的业务拓展和维护工作。国华人寿根据银邮渠道客户需求，及时调整产品销售和开发策略。国华人寿深化银邮渠道，和四大国有商业银行、股份制

表6 规模保费收入结构

项目	2019年	2020年	2021年	2022年1—3月
分红险（亿元）	0.89	0.81	115.96	89.31

商业银行及中国邮政保持良好的合作关系，产品能够较好满足银邮渠道客户需求，保障了业务的持续发展。2021年以来，国华人寿持续优化银邮渠道价值业务发展，同时压降银邮渠道万能险业务规模，在优化保险业务结构的同

时，使得银邮渠道保费收入较上年略有下降。同时，国华人寿加大线上直销业务及保险经代业务拓展，推动直销渠道及保险专业代理渠道保费收入规模的持续提升。

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
个人代理	6.94	5.27	4.75	1.28	1.29	1.19	1.04	0.76
公司直销	11.16	19.06	21.02	4.18	2.07	4.30	4.60	2.49
保险专业代理	11.64	24.10	37.86	5.40	2.16	5.44	8.29	3.22
银邮渠道	509.92	394.84	393.05	156.95	94.48	89.07	86.06	93.52
其他渠道	0.06	0.01	0.04	0.02	0.01	0.00	0.01	0.01
合计	539.72	443.28	456.71	167.82	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：国华人寿提供资料，联合资信整理

2021年，国华人寿持续调整保险业务结构，趸缴保费收入占比逐步下降，保费结构持续改善。

2021年，国华人寿持续推进业务结构优化，大力发展期缴及价值类业务，强化续保业务营销与管理，趸缴业务保费收入占比持续下降；期缴业务保费收入呈较快增长态势，期缴业务收入占规模保费总额的比重有所上升，保费收入结构持续改善。2021年，国华人寿实现趸缴业务保费收入190.70亿元，占规模保费的41.76%；实现期缴业务首年保费收入88.35亿元，占规模保费的19.34%；实现期缴业务续期保费收入177.65亿元，占规模保费的38.90%。

表8 规模保费收入期限结构

项目	2019年	2020年	2021年	2022年1—3月
趸缴保费收入(亿元)	350.80	237.72	190.70	108.72
期缴业务首年保费收入(亿元)	126.48	55.33	88.35	19.95
期缴业务续期保费收入(亿元)	62.44	150.23	177.65	39.15
合计	539.72	443.28	456.71	167.82

数据来源：国华人寿提供资料，联合资信整理

2021年，受下调投资收益率假设的影响，

国华人寿新业务价值及有效业务价值均有所下降。2021年，国华人寿未调整风险贴现率假设，按照风险贴现率11%的假设计算，但将投资收益率假设由5.5%下调至5%，内含价值情况见表9。2021年以来，受下调投资收益率假设以及保险业务结构调整等因素的影响，国华人寿新业务价值及有效业务价值均较上年显著下降，公司内含价值略有上升。

表9 内含价值情况

项目	2019年末	2020年末	2021年末	2022年3月末
有效业务价值(亿元)	47.77	56.12	34.88	25.38
公司内含价值(亿元)	326.47	342.06	365.54	340.46
新业务价值(亿元)	2.94	11.60	4.12	-2.38
新业务价值率(%)	0.62	3.95	1.50	-1.85

注：上表数字均已考虑维持费用超支

数据来源：国华人寿提供数据，联合资信整理

国华人寿不断加强期缴保障型产品的营销能力，保单期限结构持续调整，13个月及25个月银邮渠道保单继续率保持在较高水平，同时随着保单期限结构的持续调整，新保业务主要为中长期产品，未来保险风险相对可控。

表 10 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(个险)	82.48%	77.06%	84.99%	/
13个月继续率(银邮)	95.00%	95.52%	93.05%	94.57%
25个月继续率(个险)	94.05%	90.31%	90.09%	90.84%
25个月继续率(银邮)	97.94%	98.56%	98.33%	97.86%

数据来源：国华人寿提供资料，联合资信整理

2022年1—3月，国华人寿持续推动保险业务发展，传统寿险占比有所下降，分红险规模显著提升，保险产品结构有所调整，保费收入规模较上年同期有所增长。保险业务期限结构方面，国华人寿趸缴业务占比有所提升，主要是由于一季度业务拓展以银行开门红为主，保险产品需求多为趸缴型产品；保险业务渠道保持相对稳定，仍以银邮渠道为主。2022年1—3月，国华人寿实现规模保费收入167.82亿元；其中分红险占比为53.22%，传统寿险占比35.19%；其中银邮渠道占比为93.52%。此外，受开门红阶段增加趸交保险业务拓展等因素影响，2022年1—3月，国华人寿新业务价值为负值。根据国华人寿表示，未来随着其业务结构的逐步调整，其新业务价值将稳步提升。

2. 投资业务

2021年，得益于可运用保险资金规模增长，国华人寿投资资产规模有所上升；投资资产结构以债券、权益工具、资金信托计划和不动产投资等资产为主；另一方面，在宏观经济下行和强监管的环境下，信托行业违约事件频发，且房地产行业政策变化易对不动产投资产生影响，国华人寿投资资产面临的相关风险值得关注。

国华人寿设立资产管理中心，负责投资业务操作及资金运用的风险管理工作，同时将部分投资资产委托国华兴益保险资产管理有限公司进行投资。国华兴益保险资产管理有限公司成立于2021年，由国华人寿及新理益集团有限公司共同发起设立，国华人寿持有其80%的股份。

国华人寿按照保险业务资金期限、投资收益要求和风险承受程度以及银保监会的投资管理指引制定各种投资资产的配置比例以及期限结构。2021年，得益于可用资金规模的持续增长，国华人寿加大了投资资产的配置力度，投资规模持续增长。与此同时，国华人寿根据资本市场行情变动，在资产负债管理框架下优化资产配置政策及大类资产配置比例，投资资产结构有所调整。从投资标的看，国华人寿投资品种由流动性资产、固定收益类资产、权益类资产、不动产类资产和其他金融资产组成，同时国华人寿配置了一定比例的活期存款、货币型基金等流动性工具。截至2021年末，国华人寿流动性资产投资余额251.19亿元，占投资资产总额的11.09%。

国华人寿固定收益类资产以银行存款和债券为主。2021年，受不动产类资产、非标准化资产及债权投资计划等资本市场信用风险加剧的影响，国华人寿出于风险管控的目的，将新增的投资资产及存量资产到期后再投资主要配置于安全性高、流动性强、收益匹配的债券等固定收益类资产，进而导致国华人寿固定收益类资产规模及占比较上年末显著增长。截至2021年末，国华人寿固定收益类资产余额522.25亿元，占投资资产总额的23.06%。其中，银行存款余额31.90亿元，合作银行主要为大型国有银行与股份制银行；债券投资余额369.94亿元，外部评级均为AA级及以上，且国债和政策性银行金融债配置力度逐步加大，占比较高；信用债以城投债为主，区域主要集中在江浙地区。

权益类资产方面，国华人寿以股票和股权投资基金为主。2021年，国华人寿聚焦经济结构转型方向和行业龙头，通过择机择时的选择在新增优质长期价值投资标的的同时控制和下降了权益投资配置比例，降低权益投资整体风险和偿付能力要求。截至2021年末，国华人寿权益类投资余额453.44亿元，占投资资产总额的20.02%。其中，股权投资基金投资余额195.31亿元，股票投资余额208.64亿元。

国华人寿不动产投资以不动产投资基金和投资性房地产为主要配置方向。2021年，出于提高收益率的考虑，国华人寿加大不动产类资产配置力度，不动产类资产规模持续上升，但占比较上年度末略有下降。截至2021年末，国华人寿不动产类资产余额594.17亿元，占投资资产总额的26.23%。国华人寿投资的不动产项目主要为中心地带商业不动产、办公不动产以及与保险业务相关的养老、医疗等不动产项目，主要分布于上海、湖北、安徽、重庆等具有明显区位优势城市，地域较为分散。

国华人寿其他金融资产以信托计划为主，其余资产占比较低。2021年，国华人寿其他金融资产规模及占投资资产的比重均有所增加。截至2021年末，国华人寿其他金融资产余额444.11亿元，占投资资产总额的19.61%。其中，信托计划投资余额440.10亿元，标的资产主要为具有地方政府背景企业开展基础设施建设产生的贷款或当地政府的应收账款债权。

2021年，国华人寿固定收益率投资资产未有新增违约情况，投资资产质量保持相对稳定。

表 11 投资资产

项 目	余额（亿元）				占比（%）			
	2019年末	2020年末	2021年末	2022年3月末	2019年末	2020年末	2021年末	2022年3月末
流动性资产	139.71	295.93	251.19	262.80	7.72	14.44	11.09	11.47
固定收益类投资	364.31	379.35	522.25	447.29	20.14	18.50	23.06	19.53
银行存款	28.69	25.48	31.90	29.27	1.59	1.24	1.41	1.28
债券投资	289.69	326.08	369.94	361.04	16.01	15.91	16.33	15.76
权益类投资	510.61	462.06	453.44	531.47	28.22	22.54	20.02	23.20
股票	225.18	192.40	208.64	205.61	12.45	9.39	9.21	8.98
股权投资基金	259.31	241.36	195.31	283.75	14.33	11.77	8.62	12.39
不动产类投资	512.79	560.34	594.17	593.40	28.34	27.33	26.23	25.90
其中：投资性房地产	112.01	119.14	112.12	113.11	6.19	5.81	4.95	4.94
不动产基金	374.58	428.50	473.07	471.95	20.70	20.90	20.88	20.60
其他金融资产	281.88	352.33	444.11	455.76	15.58	17.19	19.61	19.90
其中：信托计划	267.10	348.32	440.10	451.68	14.76	16.99	19.43	19.72
投资资产总额	1809.30	2050.01	2265.15	2290.71	100.00	100.00	100.00	100.00
投资收益率（%）	6.60	5.51	4.71	/	/	/	/	/

数据来源：国华人寿提供数据，联合资信整理

从持有目的来看，国华人寿将公募基金等资产计入以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产科目，将部分债权及股权投资计入可供出售金融资产科目，将标准化债券投资计入持有至到期科目，将信托计划、债权融资计划等计入贷款及应收款项类投资科目。

从投资收益情况来看，国华人寿投资收益规模保持较快的增长态势，但受资本市场行情波动及权益类投资占比下降等因素影响，其投资收益率明显下降。2021年，国华人寿实现投资收益103.81亿元，投资收益率为4.71%。

2022年以来，国华人寿投资资产规模稳

步增长，其中固定收益类投资占比略有下降，权益类投资占比有所提升，投资资产质量保持相对稳定，但部分权益类资产公允价值变动较大且产生浮亏，对其净资产形成一定侵蚀，需关注未来权益类投资资产公允价值变动情况。

七、财务分析

国华人寿提供了2021年及2022年第一季度合并财务报表及偿付能力报表，大信会计师事务所（特殊普通合伙）对2021年合并财务报表及偿付能力报表进行了审计，并出具了标准

无保留的审计意见。2021 年新增纳入合并范围内的公司为国华兴益保险资产管理有限公司、上海瑜华东滩健康管理有限公司以及其他结构化主体。2022 年第一季度数据未经审计。

1. 盈利能力

得益于保险业务规模的稳步增长以及较好的投资收益，国华人寿营业收入稳步增长，但

受退保规模较大的影响，盈利能力有所弱化。

2021 年，国华人寿积极回归保险业务本源，强化多渠道保险业务营销，推动保险业务收入稳步增长。投资收益方面，国华人寿投资收益以买卖价差收入以及投资资产利息收入为主。2021 年，随着投资资产规模的增加，国华人寿投资收益稳步提升。

表 12 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	489.78	411.80	495.83	182.15	-15.92	20.41	42.77
其中：已赚保费	375.76	288.96	373.84	151.85	-23.10	29.38	53.24
保险业务收入	376.96	327.68	381.36	151.97	-13.07	16.38	47.45
减：分出保费	1.27	38.15	8.16	0.13	2899.04	-78.62	-96.99
投资收益	97.53	94.98	103.81	30.12	-2.62	9.29	21.33

数据来源：国华人寿审计报告，联合资信整理

国华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，随着保险业务规模的增长，国华人寿赔付支出有所上升，同时受前期部分年金保险产品集中退保等因素影响，国华人寿退保金规模较上年大幅上升，进而导致其营业支出亦明显增加。2021 年，受部

分年金保险到期退保导致的准备金冲回等因素影响，国华人寿提取保险责任准备金规模显著下降。从成本管控方面来看，2021 年，国华人寿手续费及佣金支出以及业务及管理费整体呈增长态势，手续费及佣金率亦有所上升，成本控制能力有待提高。

表 13 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）	464.24	400.58	492.45	180.43	-13.71	22.93	45.49
其中：退保金（亿元）	72.10	21.14	303.59	169.42	-70.68	1336.01	159.96
赔付支出（亿元）	14.42	15.20	17.46	5.72	5.43	14.80	29.02
提取保险责任准备金（亿元）	285.05	333.30	77.68	-19.21	16.93	-76.69	/
保单红利支出（亿元）	0.32	0.27	0.24	0.98	-15.36	-12.70	1525.99
手续费及佣金支出（亿元）	35.43	23.82	34.15	11.51	-32.77	43.37	0.74
税金及附加（亿元）	0.59	0.52	0.70	0.21	-11.45	34.73	25.11
业务及管理费（亿元）	19.97	18.00	21.51	3.84	-9.88	19.49	3.60
资产减值损失（亿元）	6.62	2.91	10.78	/	-56.00	269.95	/
综合退保率（%）	9.53	8.59	13.81	/	/	/	/
赔付率（%）	3.64	5.05	4.54	/	/	/	/
手续费及佣金率（%）	9.40	7.27	8.95	/	/	/	/

数据来源：国华人寿审计报告及提供数据，联合资信整理

从盈利情况来看，2021年，受资本市场波动及保险业务结构调整的影响，国华人寿利润总额较上年显著下降，同时受手续费及佣金支出超出企业所得税当年度税前扣除限额导致确认相应的递延所得税资产从而确认递延所得税费用-5.07亿元的影响，国华人寿当期所得税为负值，导致其净利润高于利润总额。整体看，国华人寿盈利水平有所下降。

表 14 盈利水平

项目	2019年	2020年	2021年	2022年 1—3月
利润总额（亿元）	27.58	14.39	3.01	1.60
净利润（亿元）	22.16	11.10	8.49	2.70
总资产收益率（%）	1.20	0.52	0.35	/
净资产收益率（%）	10.86	4.10	2.94	/

数据来源：国华人寿审计报告，联合资信整理

2022年以来，国华人寿持续推动保险业务营销，保险业务收入及营业收入均较上年同期显著增长，但受退保金规模上升的影响，其营业支出亦明显上升，净利润较上年同期有所收窄。2022年1—3月，国华人寿实现营业收入182.15亿元，较上年同期增长42.77%；净利润2.70亿元，较上年同期下降36.11%。

2. 流动性

国华人寿短期流动性风险可控，且资产负债错配期限处于较短水平。

从资产负债期限匹配情况来看，国华人寿按照监管要求，不断发展中长期产品，负债久期持续增长；在资产端，公司为降低错配期限，国华人寿增加长长期国债配置规模，相应加大投资资产久期。国华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，截至2021年末，国华人寿资产负债期限错配在4年左右，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，公司将面临一定的资产负债期限错配风险。未来，公司将持续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，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、以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产以及定期存款等。2021年，受持有至到期投资、贷款及应收款类投资占比上升的影响，公司可快速变现资产规模略有下降，占资产总额的比重亦呈下降趋势，短期流动性略有下降，但整体流动性风险可控。

从负债端看，国华人寿负债主要由保险合同准备金及保户储金及投资款构成，其他负债规模较小。截至2021年末，国华人寿保险合同准备金占负债总额的68.22%，保户储金及投资款占负债总额的19.85%。2021年，由于当期退保金规模显著增长，国华人寿准备金赔付倍数显著下降，考虑到未来国华人寿预计不会出现大规模集中退保，且其准备金规模较大，未来其保险合同准备金对赔付及退保的保障程度或将提升。

表 15 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）	1267.91	1363.94	1265.80
可快速变现资产/资产总额（%）	64.21	58.69	49.21
保险合同准备金（亿元）	1136.91	1470.76	1547.82
准备金赔付倍数（倍）	13.14	40.47	4.82
未来1年内的综合偿付比率（%）	479.07	295.38	272.18

数据来源：国华人寿提供资料，联合资信整理

2021年，受部分年金险到期集中退保的影响，国华人寿退保率有所上升。截至2021年末，国华人寿短期流动性比率及流动性覆盖率等指标结果良好。根据国华人寿精算假设及2021年第四季度流动性压力测试结果显示：国华人寿在基本情景下和压力情景下，未来三年内净现金流预测均为正，优质流动资产充裕，整体现金流状况良好，流动性风险较小。根据国华人寿情景压力测试显示，公司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。2022年一季度，基本情景下，国华人寿未来3个月整体流动性覆盖率为212.60%，未来12个月整体流动性覆盖率为

为126.33%；本季度经营活动净现金流回溯不利偏差率为46.63%，本年度累计净现金流34.35亿元。

3. 资本充足性

2021年，国华人寿通过发行资本补充债券的方式补充资本，但受保险业务开展及投资资产规模增长带来最低资本上升的影响，其偿付能力有所下降。

在资本补充方面，2021年7月，国华人寿成功发行30.00亿元资本补充债券，资本实力有所提升。另一方面，2021年，在资本市场行情影响下，国华人寿可供出售金融资产浮盈导致其他综合收益科目由负转正，进而带动其所有者权益规模有所提升。截至2021年末，国华人寿所有者权益303.25亿元，其中股本48.46亿元，资本公积127.55亿元，未分配利润99.83亿元，其他综合收益3.74亿元。

国华人寿资产及负债认可规模较大，资产认可度较高，高风险资产规模较小，资产安全性较好。认可负债方面，国华人寿认可负债主要由保险合同准备金和保户储金及投资款以

及卖出回购证券、应付分保账款构成。2021年，国华人寿保险合同准备金和保户储金规模有所上升，同时金融负债（含卖出回购债券、保户储金及投资款等）规模的上升，导致认可负债规模不断增加。认可资产方面，国华人寿认可资产主要包含投资资产及应收分保准备金。2021年，国华人寿认可资产规模主要随着投资资产规模的增加而持续扩大。

2021年以来，国华人寿其他综合收益由负转正带来的所有者权益规模提升和资本补充债券的发行带动其实际资本的上升。另一方面，保险业务规模的增长对国华人寿的资本消耗有所增长，同时受投资资产规模增长及结构调整等因素影响，公司面临的市场风险及信用风险最低资本规模呈增长趋势，致使公司最低资本较快上升。受此影响，公司偿付能力充足水平有所下降，但仍保持充足水平。

2022年1—3月，受部分投资资产穿透计量影响，国华人寿最低资本有所下降，同时受资本市场波动的影响，公司核心一级资本及实际资本均较上年末有所下降。

表 16 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）	1974.76	2327.72	2572.27	2619.21
负债总额（亿元）	1707.27	2053.51	2269.02	2334.44
注册资本（亿元）	48.46	48.46	48.46	48.46
所有者权益（亿元）	267.49	274.20	303.25	284.77
认可资产（亿元）	1969.06	2360.42	2554.14	2597.32
认可负债（亿元）	1690.57	1982.92	2164.09	2229.80
实际资本（亿元）	278.50	377.50	390.05	367.52
其中：核心一级资本（亿元）	263.30	326.61	308.24	253.96
最低资本（亿元）	200.33	202.58	234.95	215.07
认可资产负债率（%）	85.86	84.01	84.73	85.85
核心偿付能力充足率（%）	131.43	161.22	131.19	118.35
综合偿付能力充足率（%）	139.02	186.34	166.02	170.88

数据来源：国华人寿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

人身保险公司承担一定社会养老及社会

公共职能，出现经营风险获得政府支持的可能性较大。

人身保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。

部支持及债券偿付能力等方面的综合分析评估，联合资信确定维持国华人寿主体长期信用等级为 AA⁺，维持“20 国华人寿 01”和“21 国华人寿 01”信用等级为 AA，评级展望为稳定。

九、本期债券偿付能力分析

综合考虑国华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较强。

截至本报告出具日，国华人寿已发行且尚在存续期内的资本补充债券本金 60.00 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；假若国华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 17，公司对存续期内的债券保障程度较好。

表 17 存续期债券保障情况

项目	2021 年末
存续期债券本金（亿元）	60.00
净利润/存续期债券本金（倍）	0.14
可快速变现资产/存续期债券本金（倍）	21.10
股东权益/存续期债券本金（倍）	5.05

数据来源：国华人寿 2021 年审计报告，联合资信整理

十、结论

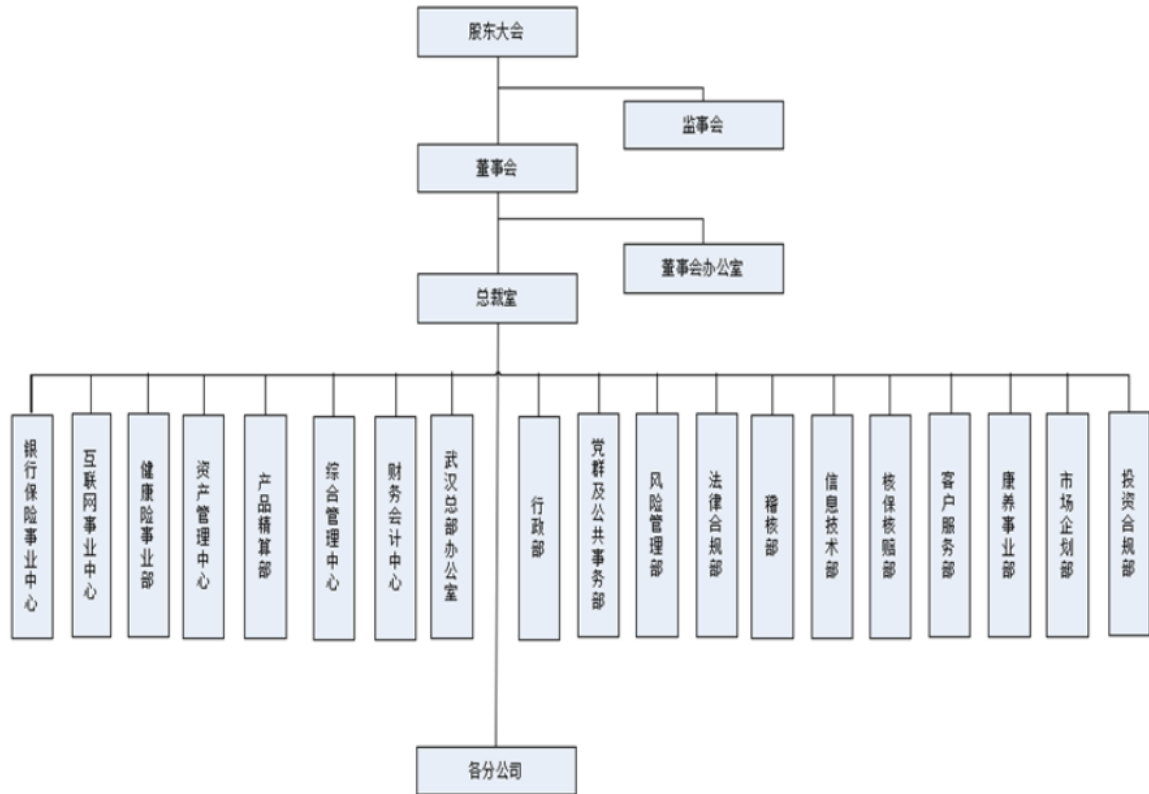
基于对国华人寿经营风险、财务风险、外

附录 1 2022 年 3 月末公司股权结构图



资料来源：国华人寿提供，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：国华人寿提供，联合资信整理

附录3 同业对比表

2021年指标	同方全球人寿保险 有限公司	长城人寿保险股份 有限公司	民生人寿保险股份 有限公司	国华人寿
资产总额（亿元）	217.36	601.52	1571.47	2572.27
所有者权益（亿元）	28.95	58.10	201.67	303.25
保险业务收入（亿元）	65.11	111.01	122.04	381.36
原保险保费收入市场份额（%）	0.21	0.36	0.39	1.21
营业收入（亿元）	69.41	132.49	236.22	495.83
净利润（亿元）	2.68	1.49	7.08	8.49
平均净资产收益率（%）	10.66	2.57	3.59	2.94
综合偿付能力充足率（%）	228.00	152.75	310.32	166.02
核心偿付能力充足率（%）	211.00	124.88	293.81	131.19

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