

信用评级公告

联合〔2022〕5641号

联合资信评估股份有限公司通过对珠江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，确定下调珠江人寿保险股份有限公司主体长期信用等级为 A⁺，下调“19 珠江人寿 01”（18 亿元）、“19 珠江人寿 02”（8.5 亿元）、“19 珠江人寿 03”（5 亿元）、“20 珠江人寿 01”（3.5 亿元）信用等级为 A，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

珠江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
珠江人寿保险股份有限公司	A ⁺	稳定	AA ⁻	
19 珠江人寿 01	A	稳定	A ⁺	列入负
19 珠江人寿 02	A	稳定	A ⁺	面观察
19 珠江人寿 03	A	稳定	A ⁺	名单
20 珠江人寿 01	A	稳定	A ⁺	

跟踪评级债券概况:

债券简称	发行规模	期限	到期兑付日
19 珠江人寿 01	18 亿元	5+5 年	2029 年 3 月 28 日
19 珠江人寿 02	8.5 亿元	5+5 年	2029 年 6 月 25 日
19 珠江人寿 03	5 亿元	5+5 年	2029 年 9 月 26 日
20 珠江人寿 01	3.5 亿元	5+5 年	2030 年 3 月 25 日

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¹

项 目	2019 年末	2020 年末	2021 年末
资产总额(亿元)	795.55	869.90	996.93
负债总额(亿元)	728.67	809.70	971.77
保险合同准备金(亿元)	114.25	171.73	292.41
股东权益(亿元)	66.87	60.20	25.16
注册资本(亿元)	67.00	67.00	67.00
核心偿付能力充足率(%)	75.89	73.73	52.75
综合偿付能力充足率(%)	122.37	124.78	105.50
项 目	2019 年	2020 年	2021 年
营业收入(亿元)	81.00	119.29	178.78
已赚保费(亿元)	33.11	72.42	130.63
净利润(亿元)	-0.21	-0.76	-4.08
投资收益(亿元)	34.64	36.91	36.21
投资资产收益率(%)	5.50	5.74	5.57
综合退保率(%)	18.02	11.03	2.88
综合费用率(%)	40.27	14.29	12.53
手续费及佣金率(%)	8.38	6.70	8.08
总资产收益率(%)	--	--	--
净资产收益率(%)	--	--	--

数据来源: 珠江人寿审计报告、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”)对珠江人寿保险股份有限公司(以下简称“珠江人寿”或“公司”)的评级反映了 2021 年以来, 其保险业务结构持续调整、有效业务价值及市场排名不断提升等有利因素。同时, 联合资信也关注到, 较大的不动产投资规模加大了公司资产质量管控压力、关联交易规模有待压降及关联方资金违规占用反映出的公司治理规范性问题、较大的股权质押规模带来的股权稳定性问题、股东权益规模明显收缩导致的资本实力减弱、偿付能力指标接近监管红线、亏损金额加大以及行业竞争加剧等因素对公司未来经营发展及信用水平可能带来的不利影响。

未来, 珠江人寿将持续推动业务转型, 加大期缴业务占比, 推动业务价值提升。另一方面, 珠江人寿面临较大的资本补充压力; 对关联交易的管控以及后续规模压降情况有待观察; 同时需关注房地产行业未来走势对盈利水平以及资产质量的影响。

综合评估, 联合资信评估股份有限公司确定下调珠江人寿保险股份有限公司主体长期信用等级为 A⁺, 下调“19 珠江人寿 01”“19 珠江人寿 02”“19 珠江人寿 03”“20 珠江人寿 01”信用等级为 A, 评级展望为稳定。

优势

1. **业务结构有所优化。**公司重点拓展保障型保险业务, 不断推进业务转型, 分红寿险业务快速发展, 推动保险业务规模增长较为明显, 有效业务价值及市场份额不断提升。
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、

¹ 根据珠江人寿所供资料, 其 2022 年一季度财务数据已获监管同意豁免披露, 故本次跟踪评级报告未包含相关数据

分析师

谢冰姝 陈奇伟

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

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. **部分关联交易整改情况需保持关注。**公司及控股子公司对全部关联方的投资余额超过监管要求上限,且受统计口径和新增关联方名录影响,对关联方的统计投资规模大幅增长;关联方长期占用的多数保险资金尚未完全收回,且于2021年3月因该事项以及违规使用保险资金等三项事件受到银保监会行政处罚,后续整改情况需保持关注。
2. **股东权益规模明显收缩。**2021年,由于可供出售金融资产中股票的浮亏使得公司股东权益中的其他综合收益科目下滑,且未分配利润规模因净利润的亏损下滑较快,导致所有者权益规模明显收缩,资本实力有所减弱。
3. **偿付能力指标接近监管红线。**2021年,受旗下房地产子公司整体持续亏损对核心一级资本产生消耗,以及部分投资资产公允价值出现较大幅度浮亏的影响,偿付能力指标已降至接近监管红线水平,且因此风险综合评级被调降,对业务发展产生一定限制作用,面临较大资本补充压力。
4. **股权结构的稳定性需保持关注。**公司第二大股东广东珠光集团有限公司已将其所持有的珠江人寿全部股权对外质押,需关注未来股权结构的稳定性。
5. **与不动产相关的投资规模相对较大,相关风险需保持关注。**公司不动产行业投资规模处于较高水平,容易受到相关行业政策变化的影响,且对公司资产的流动性水平产生一定影响;部分与房地产行业相关的信托计划发生逾期,存在一定风险敞口,投资资产面临的信用风险值得关注。
6. **亏损规模明显扩大。**2021年,由于分红寿险业务快速发展所来的寿险责任准备金规模大幅上升,公司利润总额由正转负,净亏损规模扩大。

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珠江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。

珠江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”）关于珠江人寿保险股份有限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

珠江人寿保险股份有限公司（以下简称“珠江人寿”或“公司”）由广东珠江投资控股集团有限公司（以下简称“珠江控股”）、广州金融控股集团有限公司（以下简称“广州金控”）、广东粤财信托有限公司（以下简称“粤财信托”）、广东新南方集团有限公司和广东韩建投资有限公司（以下简称“韩建投资”）五家公司于 2012 年 8 月共同发起设立，初始注册资本为 6.00 亿元。经过多次增资扩股及引入新股东，截至 2021 年末，珠江人寿注册资本与股本总额均为 67.00 亿元，公司股东珠江控股和韩建投资为关联方，共计持有公司 40.45% 的股份，为控股股东，股东持股情况见表 1；根据珠江人寿提供资料显示，其未有实际控制人。

表 1 2021 年末珠江人寿股东持股情况

序号	股东名称	持股比例
1	广东珠江投资控股集团有限公司	30.15%
2	广东珠光集团有限公司	20.00%
3	衡阳合创房地产开发有限公司	18.96%
4	广东韩建投资有限公司	10.30%
5	广东新南方集团有限公司	10.30%
6	广州金融控股集团有限公司	8.50%
7	广东粤财信托有限公司	1.79%
合 计		100.00%

数据来源：珠江人寿审计报告，联合资信整理

截至 2021 年末，珠江人寿已设立广东省、

深圳市和北京市 3 家省级分公司，东莞、佛山、惠州、珠海、江门、中山、韶关、汕头、湛江共 9 家地市级分公司以及 13 家营销服务部；全资持有北京金泰嘉业商业管理有限公司、广东航粤实业有限公司、上海圆泉房地产开发有限公司、大同万达房地产开发有限公司、益阳万达广场投资有限公司、南昌西湖万达广场投资有限公司、崇州万达广场置业有限公司以及平顶山万达广场投资有限公司，控股上海贤立置业有限公司，上述子公司均属于房地产行业。

珠江人寿注册地址：广州市天河区珠江东路 421 号 301、401 房。

珠江人寿法定代表人：张军洲。

三、已发行债券概况

截至本报告出具日，珠江人寿存续期内且经联合资信评级的债券为 2019 年发行的三期规模合计为 31.5 亿元资本补充债券，2020 年发行的 3.5 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
19 珠江人寿 01	18 亿元	6.25%	5+5 年	2029-03-27
19 珠江人寿 02	8.5 亿元	6.25%	5+5 年	2029-06-22
19 珠江人寿 03	5 亿元	6.25%	5+5 年	2029-09-25
20 珠江人寿 01	3.5 亿元	6.25%	5+5 年	2030-03-22

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情况

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；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	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险公司的监管趋严，监管政策对于人身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。

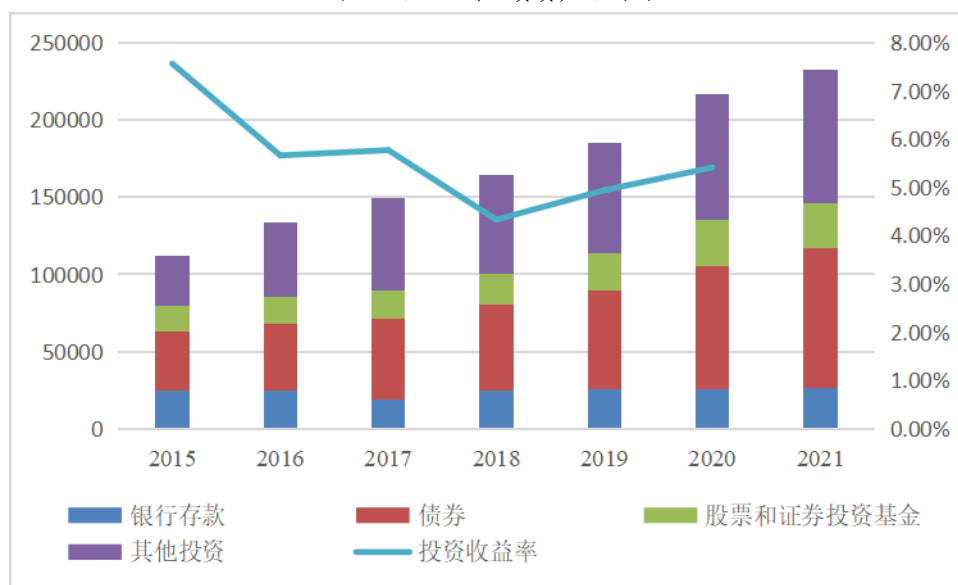
投资收益方面，2021 年以来长端利率呈现波动下行的趋势，权益市场价值波动及板块轮动较为频繁，迫使保险公司适当拉长固收资产久期并把握权益资产的价格窗口进行处置变现，投资收益实现难度加大。但值得注意的是，中小保险公司在市场波动加大的背景下资产配置压力增加较明显，同时由

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。

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最高。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

2021年，珠江人寿对关联方的投资规模超出监管要求上限，且受统计口径和新增关联方名录影响，关联方的投资规模大幅增长，同时存在一定规模关联方长期占用的保险资金尚未收回，需关注后续相关资金回收进展；股权对外质押规模较大，需关注未来股权结构的稳定性。

截至2021年末，珠江人寿股东单位共7家，其中民营企业5家、国有法人股东2家，持股比例分别为89.71%和10.29%。公司关联方股东珠江控股和韩建投资的实际控制人均为朱伟航，共计持有公司40.45%的股份。股东支持方面，珠江人寿公司章程规定：公司偿付能力不足时，股东负有支持公司改善偿付能力的义务。截至2021年末，珠江人寿第二大股东广东珠光集团有限公司将其持有的全部股权均对外质押，广东新南方集团有限公司将其持有的部分股权对外质押，被质押股权合计占珠江人寿全部股本的比例为27.80%，质押规模较大，需关注公司未来股权结构的稳定性情况。

截至2021年末，珠江人寿董事会由9名董事构成，其中董事长1名、执行董事2名、股东非执行董事2名、独立董事4名，2名非执行董事分别由珠江控股和广州金控委派。2021年以来，珠江人寿董事长未发生变动。珠江人寿监事会由3名监事构成，其中职工监事1名、

股东监事 2 名，2 名股东监事分别由珠江控股与粤财信托委派。珠江人寿高级管理层由 9 名成员组成，其中总经理 1 名、副总经理 3 名、总经理助理 2 名，总精算师、合规负责人与审计责任人各 1 名。2021 年以来，珠江人寿总经理未发生变动。

关联交易方面，2021 年，珠江人寿未新增向关联方的投资，但受监管部门对于关联方交易统计口径调整和新增关联方名录的影响，珠江人寿关联交易统计余额大幅增长。截至 2021 年末，珠江人寿对关联方的投资余额为 273.00 亿元，较上年末增长 108.62%，交易对手主要为珠江控股下属子公司或参股公司，对关联方的投资余额超过珠江人寿上一年度末总资产的 30%与上一年度末净资产二者中金额较低者，不符合监管对该比例的要求；对关联方投资涉及的行业主要包括商务服务业与房地产业，相关资产的五级分类均为正常类，但部分关联方投资发生逾期。

监管处罚方面，2021 年 3 月，珠江人寿分别因项目子公司融资借款超过监管比例规定、保险资金违规用于缴纳项目竞拍保证金以及关联方长期占用保险资金受到银保监会行政处罚，其中对公司的罚款合计 90 万元，对 4 名相关责任人警告并罚款合计 48 万元。珠江人寿对上述前两项行为已整改完毕；对于关联方长期占用的保险资金，2021 年末已收回 6.79 亿元，未收回部分的余额为 20.65 亿元。为此，珠江人寿成立了以董事长、总裁、投资负责人、财务负责人及各相关部门领导组成的专门工作小组，加大对剩余关联方所长期占用的保险资金催收力度，后续回收进展需保持关注。根据珠江人寿偿付能力报告披露，公司在 2020 年第四季度、2021 年第一季度与第二季度的“风险综合评级

（分类监管）”评价中被评定为 B，在 2021 年第三季度的“风险综合评级（分类监管）”评价中被评定为 C，从而被认定为偿付能力不达标公司，风险综合评级被调降主要系偿付能力下滑较为明显所致。

六、业务经营分析

2021 年，珠江人寿不断推进价值转型工作，保险业务结构有所改善，但其目前尚未在同业中形成较强竞争力。珠江人寿业务主要集中在广东省内。2021 年，珠江人寿在保持业务规模增长的同时，持续开展价值转型工作，不断推动保障型业务与中长期储蓄型业务拓展，保险业务结构有所改善。但受业务区域在国内覆盖面不高以及市场竞争加剧等因素的影响，珠江人寿尚未在同业中形成较强的竞争力。

1. 保险业务分析

2021 年，公司分红寿险业务的较好发展带动保险业务规模增长较为明显，有效业务价值及市场份额不断提升；但另一方面，趸缴业务占比有所上升，且处于较高水平，产品期限结构仍有待优化；销售渠道以银保渠道为主，渠道多元化程度有待加强。

得益于转型工作的稳步推进，珠江人寿原保险保费规模和市场占有率增长较为明显。2021 年以来，在监管引导保险业务回归保障本源的背景下，珠江人寿持续推进业务结构优化调整，加大分红寿险业务的营销力度，带动原保险保费收入以及市场份额同比增长较为明显。2021 年，珠江人寿的原保险保费收入市场占有率提升至 0.42%，较上年度上升 0.19 个百分点。2021 年，珠江人寿实现规模保费收入 163.42 亿元，较上年增长 68.67%。

表 5 业务经营及市场排名

项 目	规 模			较上年度变动情况（%）	
	2019 年	2020 年	2021 年	2020 年	2021 年
原保险保费收入（亿元）	33.35	72.73	130.92	118.08	80.01

原保险保费收入市场份额 (%)	0.11	0.23	0.42	--	--
规模保费 (亿元)	183.07	96.89	163.42	-47.07	68.67

数据来源：中国银保监会官网、珠江人寿提供资料，联合资信整理

2021 年，珠江人寿对保险业务结构进行持续调整，分红寿险与传统寿险为原保险保费收入的主要来源。珠江人寿业务产品种类主要包括传统寿险、分红寿险及万能险（见表 6）。2021 年，珠江人寿继续落实监管对保险公司发展中长期及保障型保险业务等要求，不断推进业务转型，分红寿险业务收入明显上升，为规模保费收入的最主要来源；同时，控制万能险产品销售规模，且为取得部分固定管理费用，其开展了一定规模的投连险业务。截至 2021 年末，珠江人寿分红寿险保费收入 97.17 亿元，占规模保费的 59.46%；传统寿险保费收入 31.29 亿元，占比 19.15%；万能险与投连险保费收入分别为 27.85 亿元与 4.65 亿元，占比分别为 17.04%与 2.85%；剩余险种保费收入占规模保费的比重保持在相对较低水平。

表 6 规模保费收入结构

项 目	2019 年	2020 年	2021 年
传统寿险 (亿元)	30.50	25.38	31.29
分红寿险 (亿元)	0.91	45.19	97.17
万能寿险 (亿元)	0.18	0.25	0.28
健康险 (亿元)	1.40	1.60	1.90
投资寿险 (亿元)	0.00	0.00	0.00
意外险 (亿元)	0.36	0.31	0.28
原保险保费 (亿元)	33.35	72.73	130.92
万能险 (亿元)	149.72	24.16	27.85
投连险 (亿元)	--	--	4.65

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	2019 年	2020 年	2021 年
银保渠道	177.28	90.31	151.79	96.84	93.20	92.88
个险渠道	2.78	3.35	6.45	1.52	3.46	3.95
团险渠道	0.68	0.55	0.50	0.37	0.56	0.31
多元渠道	1.71	1.83	3.75	0.93	1.88	2.29
大客户渠道	0.63	0.86	0.93	0.34	0.89	0.57
合 计	183.07	96.89	163.42	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：珠江人寿提供数据，联合资信整理

规模保费 (亿元)	183.07	96.89	163.42
-----------	--------	-------	--------

注：因四舍五入效应致使合计数据存在一定误差

数据来源：珠江人寿审计报告及提供资料，联合资信整理

珠江人寿银保渠道仍为保险业务收入的最主要来源，其他渠道业务有待继续拓展。珠江人寿主要通过银行及分支机构等渠道开拓保险业务，且主要分支机构集中在广东省区域内。珠江人寿设立银行保险部，专门负责管理银行的合作渠道，以及银保业务营销的开拓和维护。2021 年，珠江人寿主要与中国银行、农业银行、工商银行、建设银行和邮储银行进行业务合作，并在分支机构所在区域与区域性竞争优势明显及网点覆盖面广的区域性商业银行开展合作，合作银行包括广州农商银行、北京农商银行、顺德农商银行等机构。截至 2021 年末，珠江人寿银保业务合作渠道共 13 家。珠江人寿银保渠道对保费收入的贡献度较高且保持稳定，银保渠道实现保费收入占全部保费收入的比例维持在 90%以上。2021 年，在传统代理人业务持续发展的基础上，珠江人寿通过积极开拓中介、超级合伙人等新渠道寻求个险渠道保费增长点，同时以大数据、人工智能等创新技术为手段，通过孵化代、中介、个银、社区等业务模式促进个险业务渠道发展，个险渠道业务规模有所上升，但目前业务发展尚在起步期，整体占比仍较低。

2021年，公司趸缴业务规模的明显增长使得相关业务收入占比有所上升，保费期限结构有待优化。珠江人寿按照以五年期趸缴分红产品营销为主，以期缴分红产品、长期现金产品为搭配的策略开展各项营销工作。2021年，珠江人寿不断扩大期缴型寿险保障产品及年金险销售力度，优化期缴业务开展平台，并开发多种期缴培训场景和业务拓展模式，期缴保费收入规模增长较为明显；但趸缴保费收入仍为保险业务收入的最重要来源，且当年趸交保险收入明显增长带动其在原保险保费收入中的占比有所上升，原保险保费收入结构有待优化。2021年，珠江人寿实现趸缴业务原保险保费收入78.19亿元，占原保险保费业务收入的59.71%；实现期缴业务首年原保险保费收入20.81亿元，占比12.86%，期缴业务续期原保险保费收入31.92亿元，占比24.38%。

表8 保险业务收入期限结构

项 目	2019 年	2020 年	2021 年
趸缴保费收入	1.96	39.52	78.19
期缴业务首年保费收入	13.65	9.35	20.81
期缴业务续期保费收入	17.73	23.87	31.92
合计	33.35	72.73	130.92
期缴业务占规模保费比例	17.13	34.28	32.27

数据来源：珠江人寿审计报告，联合资信整理

随着业务规模的较快增长，公司有效业务价值与新业务价值均较上年上升；但部分股票的浮亏等因素导致内含价值下降较快。珠江人寿基于中国精算师协会颁布的《精算实践标准：人身保险内含价值评估标准》的相关规定计算内含价值和一年新业务价值，并制定了年度内含价值报告。按照风险贴现率10%的中心假设计算，珠江人寿内含价值情况见表9。2021年，珠江人寿分红寿险业务的快速发展带动有效业务价值与新业务价值均较上年上升。另一方面，由于新增业务以趸缴分红寿险为主，该类业务对新业务价值贡献较低，故新业务价值率下降较快；受可供出售金融资产中股票的浮亏影响，加之首年销售费用较高的期缴业务发展较快使

得1年新业务的预期利润明显下滑，导致调整净资产规模明显下滑，内含价值随之下降。

表9 内含价值情况

项 目	2019 年	2020 年	2021 年
有效业务价值 (亿元)	33.33	52.14	79.00
公司内含价值 (亿元)	115.39	109.80	83.99
新业务价值(亿元)	5.95	3.06	3.83
新业务价值率 (%)	38.12	6.26	3.87

数据来源：珠江人寿内含价值报告及提供数据，联合资信整理

2021年，得益于期缴分红寿险业务规模的上升，珠江人寿保单期限结构持续调整，13个月保单继续率增长较快；25个月保单继续率维持在较好水平。截至2021年末，珠江人寿13个月保费继续率为92.69%，25个月保费继续率为96.83%。

表10 续保情况

项 目	2019 年末	2020 年末	2021 年末
13个月继续率(%)	94.49	87.94	92.69
25个月继续率(%)	98.11	97.88	96.83

数据来源：珠江人寿提供资料，联合资信整理

珠江人寿针对不同风险属性的保险业务采取差异化的分保策略，再保险业务对保险业务风险起到一定分散化作用。

珠江人寿对其可能面临的保险风险进行识别和评估，根据产品结构和业务规模，结合现有的再保险合同，通过合约分保和巨灾分保对整体业务层面进行再保险安排，以实现保险风险的分散和转移，扩大承保能力，促进业务健康持续发展的目的。

对于以个人方式承保的寿险、重疾险及意外险等高杠杆险种，珠江人寿通常采用溢额分保方式，依据业务风险性质、风险程度制定自留额，并根据实际情况进行适当调整；对于以团体方式承保的短期健康险，珠江人寿采用成数分保方式降低赔付风险。

2021年，珠江人寿分出保费规模0.29亿

元，无分入业务保费收入。截至 2021 年末，珠江人寿合作的再保险交易对手主要有中国人寿再保险有限责任公司、汉诺威再保险股份有限公司上海分公司、慕尼黑再保险公司北京分公司、德国通用再保险股份有限公司上海分公司。

2. 投资业务

2021 年，得益于可运用保险资金规模的逐年扩大，珠江人寿投资资产规模增长较快；但不动产投资规模处于较高水平，相关行业未来市场走势及政策变动易对不动产投资产生影响，且有部分投资资产发生逾期，存在一定风险敞口，投资资产面临的相关风险值得关注。

珠江人寿设立了投资管理中心，负责投资业务操作，设立投资审批部负责资金运用的风险管控。2021 年，珠江人寿坚持以实体项目为主体，维持一定规模北上广深地区优势实体项目的拓展力度；同时，不断加大存款、货币型基金等流动性较好的投资品种，并对权益类资产保持了一定配置力度，资产配置体系较为多元。2021 年，随着保险业务的发展，珠江人寿可运用的保险资金规模逐年扩大，带动投资资产规模增长较快。截至 2021 年末，珠江人寿投资资产总额 851.55 亿元，较上年末增长 15.26%。

从投资资产标的来看，截至 2021 年末，珠江人寿投资品种以流动性资产、权益类资产、不动产类资产、信托计划与固定收益类资产为主。权益类资产方面，珠江人寿以基金、股票和未上市股权投资为主。其中，基金投资底层资产涉及行业主要为商业不动产、旧房改造、医药与养老，商业不动产与旧房改造项目，地域分布主要为北京、上海、广州、深圳，其中养老项目主要集中在广州；未上市股权投资包括直接股权投资和间接股权投资，投资标主要为分布于深圳、上海以及北京的港口、铁路、互联网等行业；受股票投资资质限制的影响，珠江人寿对该类资产的投资均通过委外方式进行，委托投资机构包括民生通惠资产管理有限公司、广发证券资产管理（广东）有限公司、

银河金汇证券资产管理有限公司、华泰证券资产管理有限公司与第一创业证券股份有限公司，涉及行业主要包括医药、互联网、金融、基建等。截至 2021 年末，珠江人寿权益类资产投资余额 161.28 亿元，占投资资产总额的 21.55%，其中股票占比 4.80%、未上市企业股权占比 1.26%、股权投资基金占比 12.88%。

不动产投资方面，珠江人寿房地产项目主要集中于北京、上海、广州等区域，另有部分南昌、益阳、大同、平顶山等地级市的万达房地产项目。2021 年，珠江人寿并未新增不动产类项目投资，但主要由于其对 2 家子公司按照协议约定合计出资 9.60 亿元以用于项目日常运营，加之将金额合计 32.00 亿元底层资产为不动产类资产的部分股权投资基金由权益类资产调整为不动产类资产，导致不动产类投资规模增长较快。截至 2021 年末，珠江人寿不动产投资余额 221.40 亿元，占投资资产总额的 26.00%，占比处于较高水平；不动产投资期限以 5 年期为主，资产的流动性及短期变现能力较弱；其中，单一最大不动产项目投资金额为 35.32 亿元，占不动产投资的 15.95%，为北京市房地产开发类企业，单一客户集中度较高。截至 2021 年末，珠江人寿对房地产行业的风险敞口合计 280.67 亿元。

信托计划方面，珠江人寿投资的主要为底层资产涉及商贸、物流、农业以及旧房改造等的定向融资类信托，投放区域主要集中在北京、上海、广州与深圳，交易对手包括渤海信托、长安信托、重庆信托、中融信托等机构，投资期限集中在 3~5 年，2021 年末资金信托计划投资余额 168.59 亿元，占投资资产总额的 19.80%。

此外，2021 年，考虑到偿付能力指标承压，珠江人寿增配了较大规模低资本消耗的存款资产，带动流动性资产与固定收益类资产规模快速增长。珠江人寿固定收益类资产以银行存款、债券及固收类资管产品为主，其中银行存款主要为资本保证金存款及满一年后可随时支取的 4~5 年期协议存款，债券投资主要为政策性金

融债和保险公司资本补充债，固收类资管产品的底层投资标的主要为标准化产品。截至 2021 年末，珠江人寿流动性资产余额 170.88 亿元，占投资资产总额的 20.07%，其中活期存款余额占比 18.37%；固定收益类资产余额 129.40 亿元，占比 15.20%，其中银行存款、债券与固收类资管产品占比分别为 10.03%、1.95%与 3.22%。

从投资资产质量来看，截至2021年末，珠江人寿所投资的固定收益类产品中，银行存款的交易对手主要为江西省外部评级为AAA的城商行，另有部分存款的交易对手为国有银行以及股份制银行；除政策性金融债券外，珠江人寿持有1笔余额为6.23亿元的保险公司资本补充债券，该笔债项的外部评级为A-；固定收益类资管产品的底层主要为股份行所发行的同业存单，外部信用评级集中在AAA。信托计划方面，珠江人寿共有3笔信托计划发生逾期；其

中1笔信托计划通过信托贷款的形式将资金投向天津市某置业公司，本息合计3.00亿元，五级分类为损失，已全额计提减值准备；1笔信托计划资金用于向广州市某实业公司发放流动资金贷款，本息合计23.94亿元，五级分类为关注；另有1笔信托计划资金用于向西安市某酒店发放流动资金贷款，本息合计0.50亿元，五级分类为关注。此外，珠江人寿股权基金中所投资的1笔房地产行业项目存在逾期情况，本息合计3.50亿元，五级分类为关注。根据珠江人寿提供资料显示，上述2笔纳入关注的逾期信托计划以及1笔房地产行业项目均附有抵押物，且抵押物价值大于相关债权总额，故未计提减值。此外，珠江人寿持有一定规模的不动产债权，投资标的为房地产项目，主要集中于北京、上海、广州及深圳，需关注未来不动产行业市场走势及政策变动对公司投资风险的传递。

表 11 投资资产

项 目	余额 (亿元)			占比 (%)		
	2019 年末	2020 年末	2021 年末	2019 年末	2020 年末	2021 年末
流动性资产	154.64	124.49	170.88	22.35	16.85	20.07
货币型基金	10.68	3.00	13.15	1.54	0.41	1.54
活期存款	123.27	118.88	156.43	17.82	16.09	18.37
逆回购协议	20.69	2.61	0.63	2.99	0.35	0.07
固定收益类资产	55.53	67.03	129.40	8.03	9.07	15.20
银行存款	22.40	31.40	85.40	3.24	4.25	10.03
债券	23.98	15.87	16.58	3.47	2.15	1.95
固收类资管产品	9.16	16.76	27.41	1.32	2.27	3.22
债券型基金	0.00	3.00	0.00	0.00	0.41	0.00
权益类资产	149.08	208.96	161.28	21.55	28.28	18.94
股票	19.09	53.62	40.86	2.76	7.26	4.80
权益类资管产品	0.05	0.00	0.00	0.01	0.00	0.00
股权投资基金	107.50	141.99	109.66	15.54	19.22	12.88
未上市企业股权	22.44	13.36	10.77	3.24	1.81	1.26
不动产类资产	179.77	178.22	221.40	25.98	24.12	26.00
投资性房地产	179.77	178.22	221.40	25.98	24.12	26.00
信托计划	152.84	160.11	168.59	22.09	21.67	19.80
投资资产总额	691.86	738.81	851.55	100.00	100.00	100.00
投资资产减值准备	3.00	3.00	3.00	--	--	--
投资资产净额	688.86	735.81	848.55	--	--	--
投资资产收益率	--	--	--	5.50	5.74	5.57

注：因四舍五入效应致使合计数据存在一定误差

数据来源：珠江人寿提供，联合资信整理

从持有目的来看，珠江人寿将存款主要计入货币资金、定期存款与存出资本金会计科目，货币型基金投资主要计入以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产会计科目，信托计划主要计入贷款及应收款项投资会计科目，股票与除银行存款外的固定收益类资产主要计入可供出售金融资产会计科目，不动产类资产主要计入可供出售金融资产与投资性房地产会计科目。截至 2021 年末，公司对投资资产减值计提规模为 3.00 亿元。

从投资收益情况来看，珠江人寿投资收益规模较上年变化不大，2021 年，珠江人寿实现投资收益 36.21 亿元，投资收益率为 5.57%；另一方面，由于其所投资的部分股票资产出现较大幅度的浮亏，导致其他综合收益大幅下滑。截至 2021 年末，珠江人寿其他综合收益-35.53 亿元，较上年末下降 673.29%。

七、财务分析

珠江人寿提供了 2021 年财务报告及偿付能力报告，合并范围包括北京金泰嘉业商业管理有限公司、广东航粤实业有限公司、上海圆泉房地产开发有限公司、大同万达房地产开发有限公司、益阳万达广场投资有限公司、南昌

西湖万达广场投资有限公司、崇州万达广场置业有限公司、平顶山万达广场投资有限公司与上海贤立置业有限公司。荣诚会计师事务所（特殊普通合伙）对上述财务报告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。

1. 盈利能力

得益于保险业务规模的较快增长以及投资收益的补充，公司营业收入增长较为明显；但寿险责任准备金规模的大幅上升导致营业支出快速增长，净亏损规模进一步扩大。2021 年，在监管层面强调保险业务“回归本源”的背景下，珠江人寿持续推动保障型业务与中长期储蓄型业务发展，分红寿险业务发展较快，保险业务收入与已赚保费随之上升。投资收益方面，珠江人寿投资收益主要包括可供出售金融资产收益与贷款及应收款项投资利息收入，2021 年投资收益较上年变化不大，但其所投资的部分股票资产出现较大幅度的浮亏，导致其他综合收益下滑，对权益规模产生负面影响。公司其他业务收入主要包括活期存款等货币性资产的利息收入、租金及物管收入以及保险业务手续费收入等。

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	2020 年	2021 年
营业收入	81.00	119.29	178.78	47.27	49.87
其中：已赚保费	33.11	72.42	130.63	118.73	80.38
保险业务收入	33.35	72.73	130.92	118.08	80.01
减：分出保费	0.24	0.26	0.29	8.33	11.54
投资收益	34.64	36.91	36.21	6.55	-1.90

数据来源：珠江人寿审计报告，联合资信整理

珠江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。公司退保金由寿险、健康险与意外险产生，2021 年，由于期缴业务规

模增长较快，公司退保规模维持下降态势，其中寿险退保规模明显下降，健康险退保规模小幅增长，综合退保率及退保金额随之下降；赔付支出主要包括年金给付、赔款支出与死伤医疗给付，赔付支出规模较上年变化不大；分红

寿险业务的快速发展带动保险责任准备金提取规模快速增长。从成本管控方面来看,2021年,珠江人寿手续费及佣金支出以及业务及管理费

呈增长态势,但由于其保费收入增长较为明显,手续费及佣金率处于较低水平,成本控制能力较好。

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	2020 年	2021 年
营业支出 (亿元)	81.05	118.89	183.91	46.69	54.69
其中:退保金 (亿元)	82.21	16.19	7.57	-80.31	-53.24
赔付支出 (亿元)	4.35	1.97	2.10	-54.71	6.60
提取保险责任准备金 (亿元)	-55.41	57.46	120.66	-203.70	109.99
保单红利支出 (亿元)	0.02	0.04	0.93	100.00	2225.00
手续费及佣金支出 (亿元)	2.80	4.87	10.58	73.93	117.25
税金及附加 (亿元)	0.80	0.66	0.75	-17.50	13.64
业务及管理费 (亿元)	9.75	4.84	5.05	-50.36	4.34
资产减值损失 (亿元)	2.83	-0.47	--	-116.61	--
综合退保率 (%)	18.02	11.03	2.88	--	--
手续费及佣金率 (%)	8.38	6.70	8.08	--	--

数据来源:珠江人寿审计报告,联合资信整理

从盈利情况看,2021年,由于分红寿险业务快速发展所来的寿险责任准备金规模大幅上升,珠江人寿利润总额由正转负,净亏损规模进一步扩大。

表 14 盈利水平

项 目	2019 年	2020 年	2021 年
利润总额 (亿元)	0.00	0.43	-5.11
净利润 (亿元)	-0.21	-0.76	-4.08
总资产收益率 (%)	--	--	--
净资产收益率 (%)	--	--	--

数据来源:珠江人寿审计报告,联合资信整理

2. 流动性

2021年,珠江人寿短期流动性风险相对可控,但其资产负债期限错配调整面临一定压力,同时不动产类资产和信托计划配置规模处于较高水平,为流动性管理带来一定难度。

从资产负债期限匹配情况来看,2021年,珠江人寿提高了长期固定收益类资产规模,资产端修正久期有所上升;另一方面,由于部分存量万能险业务期满,负债端修正久期有所下降,但仍明显大于资产端修正久期,目前公司面临一定资产负债期限错配压力。截至2021年

末,珠江人寿规模调整后的修正久期缺口为-3.33年。为此,珠江人寿按日实施流动性监测,按月进行现金流测算及未来三个月流动性滚动预测,定期进行预实差异分析,动态修正和调整保费收入及退保支出预测,由财务管理部识别和评估整体及各类保险账户流动性风险的重大变化。此外,考虑到珠江人寿配置了较大规模流动性相对较差的不动产类资产和信托计划,对流动性管理产生了一定负面影响。

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(扣除未上市股权投资与资管产品)与存款等。2021年,公司货币资金与存款规模的快速上升促进可快速变现资产规模增长较为明显,占资产总额的比重随之上升,但其占资产总额的比重仍较低,可快速变现资产规模有待提升(见表15)。

从负债构成来看,保险合同准备金为珠江人寿负债端最主要组成部分。2021年以来,随着业务转型的深入推动,公司提取保险准备金余额明显增长,从而带动准备金赔付倍数明显上升,准备金对赔付支出以及退保金的覆盖程度较好。

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）	287.24	284.08	341.25
可快速变现资产/资产总额（%）	36.11	32.66	34.23
保险合同准备金（亿元）	114.25	171.73	292.41
准备金赔付倍数（倍）	1.32	9.46	30.26
未来 1 年内的综合流动比率（%）	941.07	987.67	288.71

数据来源：珠江人寿审计报告及偿付能力报告，联合资信整理

2021 年，随着分红寿险业务的不断发展，寿险责任准备金规模大幅上升，加之期缴保费收入增长较为明显，以及退保金规模的明显下滑，珠江人寿综合退保率明显下降。截至 2021 年末，珠江人寿短期流动性比率及流动性覆盖率等指标结果良好。根据珠江人寿精算假设及 2021 年第四季度流动性压力测试结果显示：在基本情境下，珠江人寿 2022 年全年的净现金流为正，但 2022 年第三季度由于退保压力出现现金流为负的情景。此外，由于未来 1 年内部存量万能险业务期满，未来 1 年内预期现金流出量增加，导致未来 1 年内的综合流动比率出现明显下滑。截至 2021 年末，珠江人寿 1 年内综合流动比率为 288.71%。为此，公司坚持按照资产负债匹配原则进行资产配置，进行资产配置的同时考虑未来现金流情况；不断完善现金流预警机制，定期对未来现金流缺口提前预警。根据珠江人寿情景压力测试显示，公司现有现金管理工具可满足流动性需求，流动性较为充裕。

3. 资本充足性

2021 年，受部分股票资产出现较大幅度浮

亏等因素影响，珠江人寿偿付能力下滑较为明显，且相关指标已接近监管红线，面临较大资本补充压力。

在资本补充方面，2021 年，珠江人寿未进行增资扩股；但由于当年可供出售金融资产中股票的浮亏使得公司股东权益中的其他综合收益科目大幅下滑，且未分配利润规模因净利润的亏损下滑较快，导致所有者权益规模明显收缩。截至 2021 年末，珠江人寿所有者权益合计 25.16 亿元，同比下降 58.20%，其中实收资本 67.00 亿元、其他综合收益-35.53 亿元、未分配利润-11.22 亿元。

珠江人寿资产及负债认可规模较大，资产认可度较高。认可负债方面，珠江人寿认可负债主要由未到期责任准备金和保户储金及投资款组成。受 2021 年寿险未到期责任准备金大幅增长的影响，珠江人寿认可负债规模明显上升；另一方面，珠江人寿认可负债中保户储金及投资款所占比重高，认可负债结构有待进一步优化。认可资产方面，珠江人寿认可资产主要为投资资产与存款。2021 年，珠江人寿认可资产规模主要随着存款规模的增加而持续扩大。

2021 年，珠江人寿对固定收益类资产配置力度的加大使得最低资本规模下降较快；但受旗下房地产子公司整体持续亏损对核心一级资本产生消耗，以及部分投资资产公允价值出现较大幅度浮亏的影响，珠江人寿实际资本及核心以及资本规模下滑较为明显，偿付能力指标随之下滑，且相关指标已接近监管红线水平，面临较大资本补充压力。

表 16 偿付能力情况

项 目	2019 年末	2020 年末	2021 年末
资产总额（亿元）	795.55	869.90	996.93
负债总额（亿元）	728.67	809.70	971.77
注册资本（亿元）	67.00	67.00	67.00
所有者权益（亿元）	66.87	60.20	25.16
认可资产（亿元）	755.44	844.41	982.85
认可负债（亿元）	641.73	730.28	896.85
实际资本（亿元）	113.71	114.13	86.00

其中：核心一级资本（亿元）	70.52	67.44	42.36
最低资本（亿元）	92.92	91.46	81.51
认可资产负债率（%）	84.95	86.48	91.25
核心偿付能力充足率（%）	75.89	73.73	52.75
综合偿付能力充足率（%）	122.37	124.78	105.50

数据来源：珠江人寿审计报告及偿付能力报告，联合资信整理

八、外部支持

公司第一大股东综合实力较强，且股东在必要时负有改善偿付能力的义务。

公司第一大股东珠江控股是国内知名的大型多元化控股民营企业集团，经营领域涵盖房地产、基础设施与能源、金融及股权投资、教育及医疗板块及通讯等板块，综合实力较强。此外，珠江人寿公司章程规定：公司偿付能力不足时，股东负有支持公司改善偿付能力的义务。

同时，人身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

综合考虑珠江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，以及募集资金较为有效的管理和运用，公司存续期内的债券偿付能力较强。

截至本报告出具日，珠江人寿已发行且尚在存续期内的资本补充债券本金 35.00 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；假若珠江人寿无法如约支付本息或偿还本金时，债券持有人无权向法院申请对公司实施破产清偿。存续期内的资本补充债券债券设定 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；由于公司处于亏损状态，净利润对存续期内的资本补充债券无法起到保障作用。整体来看，公司对存续期内的债券保障程度较强。

表 17 存续期债券保障情况

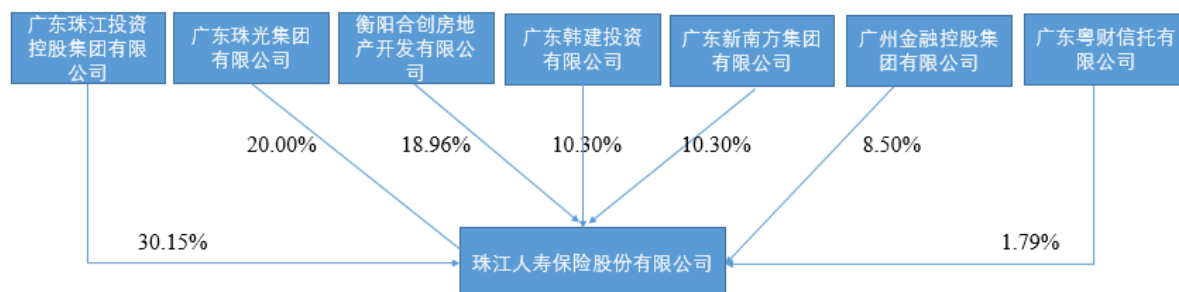
项目	2021 年末
存续期内资本补充债券本金（亿元）	35.00
净利润/资本补充债券本金（倍）	--
可快速变现资产/资本补充债券本金（倍）	9.75
股东权益/资本补充债券本金（倍）	0.72

数据来源：珠江人寿审计报告，联合资信整理

十、结论

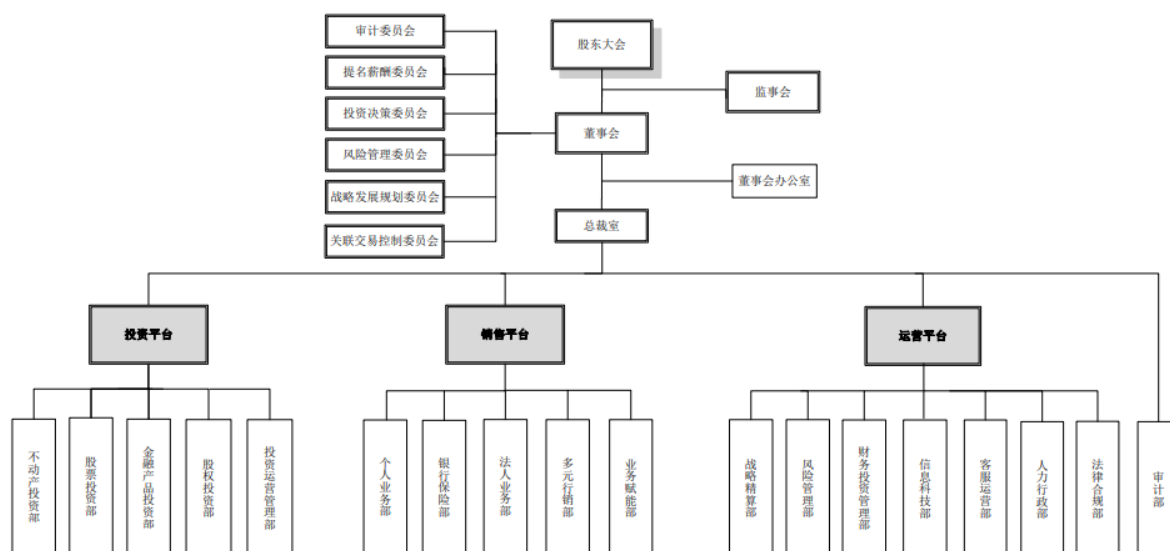
基于对珠江人寿经营风险、财务风险、外部支持及债项条款等方面的综合分析评估，联合资信评估股份有限公司确定下调珠江人寿保险股份有限公司主体长期信用等级为 A⁺，下调“19 珠江人寿 01”“19 珠江人寿 02”“19 珠江人寿 03”与“20 珠江人寿 01”的信用等级为 A，评级展望为稳定。

附录 1 2021 年末公司股权结构图



资料来源：珠江人寿提供，联合资信整理

附录 2 2021 年末公司组织架构图



资料来源：珠江人寿提供，联合资信整理

附录3 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%
承保利润	已赚保费-保险业务营业税金及附加-手续费及佣金支出-赔付支出+摊回赔付支出-提取保险责任准备金+摊回保险责任准备金-业务及管理费-分保费用+摊回分保费用
保险业务成本	保险业务营业税金及附加+手续费及佣金支出+赔付支出-摊回赔付支出+业务及管理费+分保费用-摊回分保费用
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 4-1 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 4-2 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 4-3 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