

信用评级公告

联合〔2022〕5733号

联合资信评估股份有限公司通过对民生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，确定维持民生人寿保险股份有限公司主体长期信用等级为AA⁺，维持“20民生人寿01”（15亿元）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

二〇二二年六月二十九日

民生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
民生人寿保险股份有限公司	AA ⁺	稳定	AA ⁺	稳定
20 民生人寿 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 民生人寿 01	15 亿元	5+5	2030-04-01

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 29 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)	1128.54	1496.76	1571.47	1507.13
负债总额(亿元)	984.60	1303.95	1369.80	1321.32
保险合同准备金(亿元)	577.10	657.32	739.90	766.36
股东权益(亿元)	143.94	192.81	201.67	185.81
注册资本(亿元)	60.00	60.00	60.00	60.00
核心偿付能力充足率(%)	275	292	294	229
综合偿付能力充足率(%)	295	309	310	298
项 目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 1—3 月
营业收入(亿元)	186.70	262.07	236.22	42.44
已赚保费(亿元)	121.53	123.81	120.37	37.45
投资收益(亿元)	49.60	62.32	57.94	-4.85
净利润(亿元)	18.71	23.26	7.08	-13.32
投资收益率(%)	5.08	6.74	4.44	0.82
综合退保率(%)	5.74	4.39	2.16	0.57
综合费用率(%)	26.50	33.30	28.65	18.57
手续费及佣金率(%)	10.88	9.52	6.17	5.35
总资产收益率(%)	1.69	1.77	0.46	/
净资产收益率(%)	14.12	13.82	3.59	/

注: 2022 年一季度财务数据未经审计

数据来源: 民生人寿审计报告、偿付能力报告、财务报表及提供资料, 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”)对民生人寿保险股份有限公司(以下简称“民生人寿”或“公司”)的评级反映了 2021 年以来, 公司治理机制和风险管理体系不断完善, 保险业务产品结构及期限结构保持在较好水平, 偿付能力充足等方面的优势。同时, 联合资信也关注到, 受新冠疫情及业务转型的影响, 民生人寿原保险保费收入增长受限, 新业务价值有所下降, 投资收益和净利润下降明显, 第三大股东破产重组对其股权结构的稳定性产生一定影响等因素对其经营发展及信用水平可能带来不利影响。

未来, 民生人寿将持续推动业务价值转型, 逐步加大长期储蓄和风险保障类产品业务规模, 不断调整优化业务结构。另一方面, 国内寿险行业竞争环境日益激烈, 民生人寿仍需持续提升其品牌影响力; 资本市场波动使得投资收益不确定性增加, 需对未来投资业务发展情况及盈利水平变化情况保持关注。

综合评估, 联合资信评估股份有限公司确定维持民生人寿保险股份有限公司主体长期信用等级为 AA⁺, 维持“20 民生人寿 01”信用等级为 AA, 评级展望为稳定。

优势

1. 保险业务产品结构及期限结构保持在较好水平。民生人寿持续优化产品缴费结构, 期缴业务保费收入占比较高, 传统寿险、健康险等保障型产品规模占比较高, 业务结构保持在较好水平。

分析师

马鸣娇 刘敏哲

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

2. **偿付能力保持充足水平。**得益于较好的保险和投资业务结构以及一定的利润留存效应,民生人寿偿付能力保持充足水平。
3. **全面风险管理架构持续完善,风险管理水平较好。**2021年,公司持续完善的全面风险管理体系,同时全年监管风险综合评级(分类监管)结果均为A类,风险管理能力较好。
4. **大股东对民生人寿业务发展及资本补充等方面均给予较大支持。**民生人寿依托大股东中国万向控股有限公司在金融与产业领域的集群效应,能够在业务渠道拓展和资本补充方面给予公司较大支持。
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,其对社会支持国家落实养老体系完善工作、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. **新冠肺炎疫情导致公司保费收入增长受限。**受新冠肺炎疫情影响,民生人寿以个人代理渠道为核心的业务模式受到较大影响,新单规模保费有所下降。
2. **需关注未来股权结构变化情况。**公司第三大股东海鑫钢铁集团有限公司正在破产重组阶段,责任股东万向控股已在按照监管规定协商股权变更处置事宜,但仍需持续关注股权变动对公司股权稳定性带来的影响。
3. **投资收益及净利润下降较为明显,盈利能力明显下降。**2021年以来,公司保险业务收入下滑,同时资本市场行情波动导致投资收益下降明显,公司盈利能力下降明显,需关注未来盈利的变化情况。

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民生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。

民生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”)关于民生人寿保险股份有限公司(以下简称“民生人寿”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

民生人寿成立于2002年6月18日,是由万向集团公司等21家股东发起设立,初始注册资本为8.29亿元。近年来,历经多次增资扩股及股权转让,截至2022年3月末,公司注册资本60.00亿元,单一最大股东为中国万向控股有限公司(以下简称“万向控股”),实际控制人自然人鲁伟鼎先生通过万向控股和上海冠鼎泽有限公司直接及间接持有公司43.84%的股权,截至2022年3月末前五大股东持股情况见表1。

表1 2022年3月末公司主要股东持股情况

股东名称	持股比例
中国万向控股有限公司	37.32%
通联资本管理有限公司	17.59%
海鑫钢铁集团有限公司	13.15%
江西汇仁集团医药科研营销有限公司	6.99%
上海冠鼎泽有限公司	6.52%
合计	81.57%

数据来源:民生人寿提供资料,联合资信整理

截至2022年3月末,民生人寿在北京和上海设立双总部,并在浙江、江苏、河北、辽宁、四川、山东等省市建立了26家省级分公司、166家三级机构(中心支公司)、446家四级机构(支公司或营销服务部),形成了覆盖全国的服务网络布局;控股民生通惠资产管理

有限公司(以下简称“民生通惠”)、通惠康养旅股份有限公司和通联支付网络服务股份有限公司(以下简称“通联支付”)。

民生人寿注册地址:北京市朝阳区东三环北路38号院2号楼。

民生人寿法定代表人:鲁伟鼎。

三、已发行债券概况

截至本报告出具日,民生人寿存续期内且经联合资信评级的债券为2020年4月发行的15亿元资本补充债券,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	到期兑付日
20民生人寿01	15.00亿元	5.20%	5+5年	2030-04-01

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；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，根据保险行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。

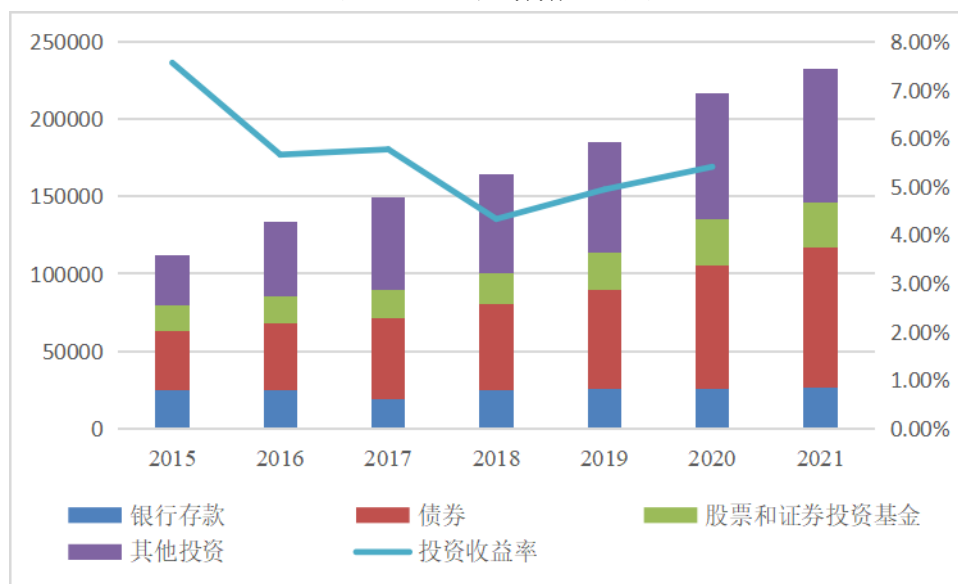
投资收益方面，2021年以来长端利率呈现波动下行的趋势，权益市场价值波动及板块轮动较为频繁，迫使保险公司适当拉长固收资产久期并把握权益资产的价格窗口进行处置变现，投资收益实现难度加大。但值得注意的是，中小保险公司在市场波动加大的背景下资产配置压力增加较明显，同时由于保险业务转型、偿付能力制约和投研能力不足等因素导致投资收益增厚手段相对有限，与头部险企的投资绩效差异趋于明显。考虑到目前资本市场整体处于低利率的环境且将持续，未来投资收益水平的提升面临一定压力。

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、保险中介机构依旧为主要受罚对象，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，民生人寿公司治理体系有效运营，并不断完善适应自身经营发展的公司治理架构；股权结构保持稳定，但公司股东更换问题仍需关注；股份被质押的比例较低，关联交易可控。

民生人寿成立于2002年6月18日，是由万向集团公司等21家股东发起设立，初始注册资本8.29亿元。2021年以来，公司未进行增资扩股，股权结构无变化。截至2022年3月末，公司注册资本60.00亿元；其中国有股占比为6.17%，为中国有色金属建设股份有限公司所持有的股份；民营社团法人股占比为93.10%，外资股占比为0.73%；单一最大股东为万向控股，持股比例为37.32%，实际控制人自然人鲁伟鼎先生通过万向控股和上海冠鼎泽有限公司直接及间接持有公司43.84%的股权。股权质押方面，截至2022年3月末，民生人寿股东出质的股权占其股本总额的4.24%，质押比例较低，相关风险可控。

民生人寿第三大股东海鑫钢铁集团有限公司（以下简称“海鑫钢铁”）处于破产重整阶段，责任股东万向控股已协调相关方面就海鑫钢铁持有的股份处置事项进行协商，并将依据监管有关规定及时做好股权处置的信息披露及监管报备工作，确保股权处置工作合法合规顺利完成。海鑫钢铁的破产预计不会对公司日常经营管理、治理结构及财务状况产生不利影响，但未来处置进度和方案可行性需持续关注。

根据民生人寿2022年第一季度偿付能力报告摘要中披露，截至2022年3月末，民生人寿董事会由9名董事构成，其中独立董事3名；监事会由3名监事构成，其中职工监事1名；高级管理层设置8名，其中首席执行官1名（由董事长鲁伟鼎先生兼任）、总经理1名、副总经理2名，2022年5月公司审计责任人进行人员

变更,除上述外 2021 年以来董监高人员无重大变化。2021 年 11 月,中国银保监会已核准吴志军先生民生人寿总经理的任职资格,并核准赵琦女士、徐初斌先生副总经理任职资格,高级管理层组织架构的完善将对民生人寿战略规划实施、保险业务发展等方面带来积极影响。

从关联交易情况来看,2021 年,公司重大关联交易 2 笔,为其对通联数据股份公司和浙商基金管理有限公司的股权投资金额,涉及金额分别为 11.00 亿元和 4.14 亿元;统一交易协议项下的关联交易 1 笔,为其对民生通惠资产管理有限公司提供的资管费用,金额为 4.39 亿元;截至 2022 年 3 月末,公司关联交易规模不大,且均在监管要求范围之内。

根据民生人寿偿付能力报告摘要中披露,公司 2021 年第一、第二、第三和第四季度风险综合评级结果均为 A 类。

六、业务经营分析

民生人寿秉持“让民生确定、为民生服务”的经营纲领,各项业务保持了稳健经营、持续

发展的经营风格,保险业务稳步发展,业务结构持续向好。但另一方面,公司品牌认可度相对不高,在产品、服务、销售模式等方面创新机制有待完善,尚未在同业中形成较强的影响力。2021 年以来,民生人寿保险业务坚持价值导向,业务结构稳健;投资资产以固收类业务为主,风险偏好较为谨慎。

1. 保险业务分析

2021 年以来,受新冠肺炎疫情影响,民生人寿个人代理渠道发展受限,导致新单规模保费下降,原保险保费收入增长承压;在渠道发展上仍以个人代理渠道为核心,产品种类以分红寿险、传统寿险和健康险为主;内含价值进一步提升,为业务长期发展提供了一定基础。

2021 年以来,新冠肺炎疫情对线下传统代理人队伍及业务拓展带来较大不利,公司原保险保费收入增长承压。从具体保费收入规模来看,2021 年,公司原保险保费收入占规模保费的比重保持在较高水平,保费收入结构较好;原保险保费收入市场占有率整体呈下降趋势,业务竞争力有待提升。

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)	123.33	125.31	122.04	37.99	1.61	-2.61
原保险保费收入市场份额 (%)	0.42	0.40	0.39	--	--	--
规模保费 (亿元)	135.47	140.58	136.70	45.14	3.77	-2.76

数据来源:民生人寿提供数据,联合资信整理

2021 年以来,民生人寿以长期储蓄和风险保障型产品为主要发展方向,传统寿险及健康险占比保持在较高水平,业务结构逐步优化。

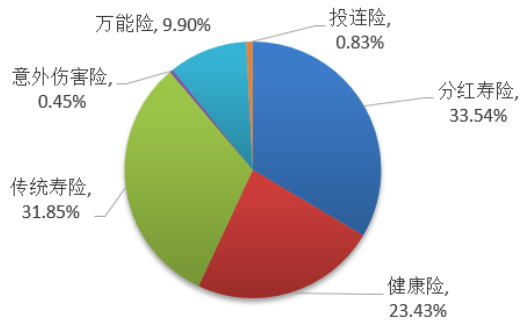
民生人寿保险业务产品种类包括分红寿险、传统寿险、健康险、投连险和寿险附加万能险等(见图表 6)。2021 年,民生人寿继续发展长期储蓄型和风险保障型等价值类业务,传统寿险业务收入变化不大,健康险业务收入略有增长;为优化业务结构,分红寿险业务收入有所降低,

但考虑到分红寿险的业务连续性,分红寿险业务规模及占比仍较高。截至 2021 年末,上述三类保险业务收入合计占规模保费的比重为 88.82%。此外,民生人寿积极拓展中长期万能险业务以补充资金来源,万能险收入维持在一定比例;2021 年以来,为了优化产品结构,公司压缩了投连险业务,相应保费收入有所减少。

图表6 保险业务收入结构

项 目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 1—3 月
分红寿险 (亿元)	54.47	49.74	45.85	12.12
健康险 (亿元)	29.42	31.32	32.03	9.21
传统寿险 (亿元)	38.92	43.58	43.54	16.48
意外伤害险 (亿元)	0.52	0.66	0.62	0.18
原保险保费 (亿元)	123.33	125.31	122.04	37.99
万能险 (亿元)	12.14	13.38	13.53	7.16
投连险 (亿元)	--	1.90	1.14	-0.01
规模保费 (亿元)	135.47	140.58	136.70	45.14

2021年民生人寿各险种保费收入构成及占比情况



数据来源：民生人寿提供资料，联合资信整理

2021年，民生人寿保险产品期限结构较好，期缴续期保费收入占比保持在较高水平；但期缴首年保费收入有所下降，需关注未来业务的可持续性。随着以趸缴为主的银行邮政代理渠道业务规模不断降低，民生人寿趸缴业务保费收入占比较低。民生人寿不断加强高价值、期限长的期缴业务的推动力度，期缴业务保费收入实现增长；但受疫情影响，个险新单期缴业务拓展难度加大，期缴首年保费收入呈下滑态势，以续期保费为主要收入来源。

表7 保险业务收入期限结构

项 目	2019 年	2020 年	2021 年	2021 年 1—3 月
趸缴保费收入 (亿元)	4.32	1.32	1.52	0.19
期缴业务首年保费收入 (亿元)	14.38	11.64	7.71	3.37
期缴业务续期保费收入 (亿元)	104.64	112.35	112.81	34.43
合计	123.33	125.31	122.04	37.99

数据来源：民生人寿提供资料，联合资信整理

个人代理是民生人寿最重要的销售渠道，但新冠肺炎疫情导致其个人代理渠道保费收入增长乏力，未来业务渠道有待持续丰富。在保险业务回归保障本源的监管政策导向下，民生人寿坚持以价值率高的个人代理渠道为核心开拓保险业务，个险渠道保险业务收入占比保持在较高水平，银行邮政代理渠道、中介代理和其他渠道对保险业务收入贡献度较低。民生人寿个险渠道业务聚焦中等收入用户群体，主要依托分支机构开展。2021年，民生人寿完善了覆盖全国的机构服务网络，通过搭建专业培训体系和服务营销体系，提高队伍销售能力和产能，并借助金融科技提升营销队伍销售技能及服务效率。但另一方面，新冠肺炎疫情对线下传统代理人队伍及业务拓展带来较大不利影响，民生人寿个人代理业务保费收入增长承压。公司银行邮政代理渠道主要用于开发功能性期缴产品；随着互联网技术的成熟以及互联网金融的发展，民生人寿正逐步构建网络销售渠道，以拓宽客户营销领域，开拓保费收入新来源，但其他渠道保费收入占比仍较低。

表8 保险业务营销渠道结构

项 目	金额 (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	131.68	135.24	132.28	44.44	97.21	96.20	96.77	98.45
银行邮政代理	0.20	0.09	0.10	0.02	0.14	0.06	0.07	0.04
中介代理	3.32	3.13	3.03	0.65	2.45	2.23	2.22	1.44
其他渠道	0.27	2.13	1.30	0.02	0.20	1.52	0.95	0.04
合计	135.47	140.58	136.70	45.14	100.00	100.00	100.00	100.00

数据来源：民生人寿提供数据，联合资信整理

由于个人代理渠道业务收入保持在较高水平，且随着期缴保费规模的增长，公司内含价值保持增长态势。民生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。2021年，按照风险贴现率 11.5% 的中心假设计算，民生人寿内含价值情况见表 9。随着内含价值相对较高的传统寿险业务以及期缴业务的发展，2021 年，民生人寿有效业务价值和公司内含价值均有所提升，但因新单规模保费下降导致新业务价值有所下降。

表 9 内含价值情况

项目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 1—3 月
有效业务价值 (亿元)	77.04	94.19	97.80	97.57
公司内含价值 (亿元)	231.63	266.72	283.06	271.25
新业务价值(亿元)	10.81	7.92	4.35	1.02
新业务价值率 (%)	55.89	55.44	42.86	25.61

数据来源：民生人寿提供数据，联合资信整理

从保单继续率来看，2021年以来，受新冠疫情持续导致部分个人代理人脱落的影响，公司个险业务继续率有所下降。

表 10 保单继续率情况

项目	2019 年末	2020 年末	2021 年末	2022 年 3 月末
13 个月继续率(个险) (%)	91.97	91.08	83.70	87.00
25 个月继续率(个险) (%)	87.66	84.58	82.66	78.19

数据来源：民生人寿提供资料，联合资信整理

2022 年第一季度，民生人寿保险业务经营稳健，在新冠肺炎疫情反复影响下，保险代理人队伍人员稳定性下降，原保险保费收入增长持续乏力，保险业务结构仍以分红寿险、传统寿险、健康险为主，并保持了对于万能险的投入，同时期缴业务收入占比高；但受新单保费持续下降影响，公司业务价值下降较为明显。2022 年 1—3 月，公司实现原保险保费收入

37.99 亿元，较上年同期下降 1.24%；实现规模保费收入 45.14 亿元，较上年同期增长 2.97%。

2. 投资业务

2021 年以来，民生人寿投资资产规模有所上升，其中固收及权益类投资占比较高，投资资产违约规模小，信用风险相对可控，但需关注信托、不动产投资在经济基本面下降和强监管环境下的信用风险。2021 年，受权益市场波动加大的影响，民生人寿投资收益水平出现明显下滑。

民生人寿主要将资金委托给旗下全资子公司民生通惠来开展投资业务。民生人寿在总部层面上建立了由科技与投资管理委员会及战略投资部等构成的投资决策体系，并制定了《投资管理办法》和《委托投资管理办法》，以强化对投资资金运用的控制；同时，在子公司层面上，民生通惠建立了前、中、后台分立的投资业务组织架构，并不断加强内部信用评级体系建设，强化对投资交易对手资信管理。近年来，随着保险业务的稳步发展，可运用的保险资金规模有所扩大，投资业务规模有所增长。从投资结构来看，近年来民生人寿大类资产结构变化不大，以固定收益类投资和权益类投资为主。

民生人寿投资资产中固定收益类资产占比较高。2021 年，公司保持了较高的债券配置力度，固定收益类资产规模有所增长，但占投资资产总额的比重波动下降。从投资品种来看，债券投资种类主要为政府债券、金融债券和非金融企业债券，外部评级基本为免评级和 AAA，其中企业债券主要投向公用事业、交通运输、建筑装饰等；债券型基金和固收类资管产品的底层投向主要为国债、政策性金融债、短期融资券、协议存款、同业存单等。截至 2021 年末，公司持有债券违约金额 1.50 亿元，计提减值准备 0.99 亿元。

不动产投资方面，民生人寿基础设施债权计划投资底层资产主要为大型央企、国有企业为融资主体或担保主体的项目，投向投资于道

路、环保、化工等基础设施民生领域，投资期限主要为 5 年以上，资金用途主要用于项目开发建设、运营及调整债务结构等；公司投资的基础设施债权计划融资人均均为国有企业，风险相对较低。不动产债权投资计划主要以优化资产配置，实现账户资产负债合理匹配及多样化投资结构为目的，主要投资于上海、深圳、南京、武汉等一二线城市，公司投资的不动产债权计划平均期限约为 4 年；公司投资性房地产要集中于浙江、上海、北京等经济发达地区。截至 2021 年末，公司不动产债权投资计划中的 1 笔 1.00 亿元不动产债权投资计划构成违约，已计提减值损失 0.84 亿元。

权益类资产投资方面，民生人寿将资金主

要配置于股票和权益类资管产品，2021 年其权益类投资配置规模呈增长趋势。细分行业来看，公司股票和权益类资管产品重点投资食品饮料、医药生物和电气行业等行业。2021 年，公司新增投资了永续债券，发行人为陕西延长石油（集团）有限责任公司。

民生人寿其他金融资产类主要为信托计划投资，均为融资类信托计划，项目平均投资期限约为 3 年，配置力度有所下降，行业主要集中在非银金融、房地产和化工行业。截至 2021 年末，公司持有的 1 笔 0.50 亿元信托计划构成违约，目前该项目已协议展期，需关注该笔资产的回收处置情况。

表 11 投资资产

项目	金额（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	67.46	17.03	20.08	12.32	6.60	1.52	1.73	1.09
货币型基金	0.62	4.15	1.03	1.84	0.06	0.37	0.09	0.16
活期存款	25.74	3.17	0.21	2.56	2.52	0.28	0.02	0.23
逆回购协议	21.11	2.76	12.28	0.28	2.06	0.25	1.06	0.02
短期融资券（含超短融）	1.34	4.66	3.37	1.85	0.13	0.42	0.29	0.16
其他流动性管理工具	18.65	2.30	3.19	5.79	1.82	0.20	0.27	0.51
固定收益类资产	578.50	693.75	655.12	655.95	56.58	61.83	56.37	57.80
银行存款	66.11	40.95	51.88	52.21	6.47	3.65	4.46	4.60
债券	364.07	519.74	486.36	491.43	35.61	46.32	41.85	43.30
债券型基金	7.73	9.42	10.71	10.67	0.76	0.84	0.92	0.94
固收类资管产品	140.58	123.64	106.17	101.65	13.75	11.02	9.14	8.96
权益类资产	215.27	238.48	311.94	294.24	21.05	21.25	26.84	25.93
股票	8.69	55.65	68.49	69.04	0.85	4.96	5.89	6.08
股票/混合型基金	4.37	3.18	4.02	3.69	0.43	0.28	0.35	0.33
权益类资管产品	95.03	120.00	142.02	122.16	9.29	10.70	12.22	10.76
永续债	/	/	18.80	19.89	/	/	1.62	1.75
未上市企业股权	107.18	59.65	75.20	76.03	10.48	5.32	6.47	6.70
股权投资基金	/	/	3.43	3.43	/	/	0.30	0.30
不动产类资产	91.60	114.49	129.57	128.86	8.96	10.20	11.15	11.35
自用不动产	1.98	1.98	1.98	1.98	0.19	0.18	0.17	0.17
投资性房地产	64.50	69.39	84.15	85.03	6.31	6.18	7.24	7.49
基础设施债权计划	10.01	15.83	15.65	15.64	0.98	1.41	1.35	1.38
基础设施股权计划	4.01	4.01	1.00	/	0.39	0.36	0.09	/
不动产债权投资计划	11.11	23.28	26.80	26.21	1.09	2.07	2.31	2.31
其他金融资产	69.69	58.26	45.50	43.50	6.82	5.19	3.91	3.83
信托计划	67.65	54.17	44.50	42.49	6.62	4.83	3.83	3.74
项目资产支持计划	1.94	0.74	/	/	0.19	0.07	/	/
专项资产管理计划	0.10	3.35	1.00	1.01	0.01	0.30	0.09	0.09

投资资产合计	1022.52	1122.01	1162.21	1134.87	100.00	100.00	100.00	100.00
投资收益率	/	/	/	/	5.08	6.74	4.44	0.82

注：投资收益率为民生人寿提供，均为年化收益率；因四舍五入效应致使合计数据存在一定误差

数据来源：民生人寿提供资料，联合资信整理

从投资收益情况来看，民生人寿投资收益主要包括债券投资、应收款项类投资和存款等利息收入，基金及资管产品股利收入，股票投资收益等。截至 2021 年末，公司实现投资收益（利润表口径）57.94 亿元，同比减少 7.03%，主要为股票投资收益大幅下降所致。此外，民生人寿以公允价值计量且其变动计入当地损益的金融资产数额较大，包含了股票、债券、信托和资管产品、证券投资基金等，截至 2021 年末，以公允价值计量且其变动计入当地损益的金融资产 231.62 亿元，在资本市场行情波动加大的情形下，全年公允价值变动损益-18.93 亿元，对投资收益形成了较大的冲击，投资收益率较上年末出现一定下降。

2022 年第一季度，民生人寿投资资产总额较上年末有所下降，投资资产大类结构保持稳定。截至 2022 年 3 月末，公司未新增违约投资。需要注意的是，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，民生人寿未来投资资产面临的相关风险值得关注。2022 年一季度，公司投资净亏损 4.85 亿元，为合并范围内子公司通惠资管的自营业务出现亏损，投资标的主要涉及股票、债券、基金等；受资本市场行情持续波动影响，当季公允价值变动损益-7.42 亿元，投资收益显著下降。

七、财务分析

民生人寿提供了 2021 年以及 2022 年一季度财务报表及偿付能力报告，毕马威华振会计师事务所（特殊普通合伙）对 2021 年财务报表及偿付能力报告进行了审计，并出具了标准无保留的审计意见；2022 年一季度财务报表及偿付能力报告未经审计。2021 年以来，公司合并财务报表范围无重大变化，仍为通惠资管、通惠康养旅和通联支付。

1. 盈利能力

2021 年以来，民生人寿保险业务收入和已赚保费增长承压，投资收益出现较大的波动，营业收入同比下降，营业支出较上年末变化不大，盈利能力下降明显。2021 年，新冠肺炎疫情影响持续，民生人寿代理人业务拓展面临较大阻力，保险业务收入增长承压。民生人寿投资收益由债券投资利息收入、股利收入、股票和债券的买卖价差收入组成，但由于资本市场行情波动影响，公司实现的股票投资收益同比下降明显，为整体投资收益下降的主导因素。此外，2021 年，公司以公允价值计量且其变动计入当地损益的金融资产出现较大亏损，对其营业收入造成较大的负面影响。

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
营业收入	186.70	262.07	236.22	42.44	40.37	-9.86
其中：已赚保费	121.53	123.81	120.37	37.45	1.88	-2.78
保险业务收入	123.33	125.31	122.04	37.99	1.61	-2.61
减：分出保费	1.67	1.53	1.69	0.51	/	/
投资收益	49.60	62.32	57.94	-4.85	25.65	-7.03
公允价值变动净收益	7.75	18.62	-18.93	-7.42	140.44	-201.63

数据来源：民生人寿审计报告及财务报表，联合资信整理

民生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，由于分红保单周期性差异下的满期给付数额有所减少，赔付支出较上年有所下降；手续费及佣金支出随着新单保费规模的下降随之下降；随着代理及渠道投入的增加，业务及管理费中的职工薪酬支出有所上升，但增幅不大，保险业务支出同比

减少。由于长期健康险业务规模的增长，民生人寿当年提取了较大规模的相关责任准备金，使得提取保险责任准备金规模有所上升。2021年，民生人寿中短存续期业务价值转型取得一定成效，退保率持续回落。从成本管控方面来看，考虑到手续费及佣金相关支出的下降，民生人寿手续费及佣金率略有下降，成本管控能力尚可。

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
营业支出（亿元）	162.51	229.64	229.51	60.69	41.31	-0.06
其中：退保金（亿元）	11.82	8.30	11.50	3.13	-29.82	38.64
赔付支出（亿元）	23.45	28.04	26.48	7.83	19.57	-5.56
提取保险责任准备金（亿元）	69.28	80.27	82.62	26.42	15.86	2.93
保单红利支出（亿元）	7.28	9.46	9.52	2.83	29.99	0.67
手续费及佣金支出（亿元）	13.42	11.93	7.53	2.03	-11.14	36.88
税金及附加（亿元）	0.39	0.60	0.62	0.12	52.63	3.55
业务及管理费（亿元）	18.69	29.04	26.61	4.83	55.38	-8.37
资产/信用减值损失（亿元）	6.40	9.50	2.67	0.14	48.35	-71.93
综合退保率（%）	5.74	4.39	2.16	0.57	/	/
赔付率（%）	18.62	21.84	21.01	20.05	/	/
手续费及佣金率（%）	10.88	9.52	6.17	5.35	/	/

数据来源：民生人寿审计报告及提供数据，联合资信整理

从盈利水平来看，2021年，受保险业务收入增长受限，且公允价值损益、投资收益的大幅下降的影响，公司净利润同比下降显著。

计量的投资类资产仍为亏损，二是子公司通惠资管自营业务出现亏损，导致公司当季净利润出现较大亏损。

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）	21.81	28.84	5.16	-18.22
净利润（亿元）	18.71	23.26	7.08	-13.32
总资产收益率（%）	1.69	1.77	0.46	/
净资产收益率（%）	14.12	13.82	3.59	/

数据来源：民生人寿审计报告及财务报表，联合资信整理

2022年以来，受保险业务增长受限的影响，民生人寿保险业务收入增长持续乏力，赔付支出较上年同期有所增长，而手续费及佣金支出则同比下降较明显，同样是由于新单保费规模下降所致。投资收益方面，一方面以公允价值

2. 流动性

民生人寿资产负债期限错配及流动性风险可控。

从资产负债期限匹配情况来看，公司推动价值转型，中长期产品的不断发展导致负债久期持续增长；在资产端，公司为降低错配期限而相应拉长投资资产久期，相应增加了长久期国债的配置。截至2022年3月末，民生人寿资产久期为7.30年，资产久期呈上升趋势，负债久期为11.44年，负债久期变化不大，目前公司资产负债期限错配风险可控。

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、交易性金融资产和可供出售金融资产（扣除可供出售权益工具）等。2021 年，民生人寿可快速变现资产规模实现较快增长，占资产总额的比重较高，公司整体流动性状况较为稳定。

从负债端看，准备金计提方面，随着业务转型的深入推动，公司提取保险准备金及保险合同准备金余额持续增长，准备金赔付倍数持续提升。

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）	705.34	940.08	1015.40
可快速变现资产/资产总额 （%）	62.49	62.81	64.61
保险合同准备金（亿元）	577.10	657.32	739.90
准备金赔付倍数（倍）	16.36	18.09	19.48
未来 1 年内的综合流动比 率（%）	147	185	253

数据来源：民生人寿审计报告及偿付能力报告，联合资信整理

截至 2021 年末，民生人寿短期流动性比率结果良好。根据民生人寿精算假设及 2021 年第四季度流动性压力测试结果显示：在基本情境和压力情景下，民生人寿未来三年内净现金流预测均为正，整体现金流状况良好。截至 2021 年末，民生人寿 1 年内综合流动比率为 253%，且情景压力测试下的流动性覆盖率均处于较好水平，各项流动性风险指标较好，流动性资产配置充足；根据民生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。

截至 2022 年 3 月末，基本情景下，公司未来 3 个月整体流动性覆盖率为 104%，未来 12 个月整体流动性覆盖率为 108%，2022 年第一季度经营活动净现金流回溯不利偏差率为 60%，截至 2022 年 3 月末公司累计净现金流 2.35 亿元，流动性风险可控。

3. 资本充足性

2021 年，民生人寿资产认可度较高，高风险资产规模较小，资产安全性较好；但 2022 年以来受“偿二代”二期和利润亏损影响，公司核心偿付能力充足率有所下降，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。

2021 年以来，民生人寿未进行增资扩股，主要通过利润留存的方式补充资本。截至 2022 年 3 月末，民生人寿所有者权益合计 185.81 亿元，其中实收资本 60.00 亿元，资本公积 27.14 亿元，未分配利润 46.54 亿元。

民生人寿认可负债主要由未到期责任准备金、卖出回购证券及保户储金及投资款组成，认可资产主要由投资类资产及流动性管理工具为主。2021 年，民生人寿投资资产有所增长，进而带动认可资产规模呈上升趋势，同时受未到期责任准备金、卖出回购证券及保户储金及投资款等金融负债规模增加的影响，认可负债规模呈上升趋势，认可资产负债率保持相对稳定。民生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。

2021 年，随着保险业务增长的放缓，同时公司通过优化产品结构、投资结构等方式一定程度上控制了最低资本的增长，民生人寿保险风险最低资本有所下降，导致偿付能力最低资本总额有所下降，而公司实际资本亦有所下降，偿付能力充足指标保持在较好水平。

2022 年一季度，公司权益类资产余额下降，且金融类负债中的卖出回购款有所下降，导致了认可资产和认可负债规模均较上年末有所下降，认可资产负债率较上年末变化不大。2022 年以来，受利润亏损的影响，其偿付能力充足水平有所下降，但仍保持在充足水平；此外，公司核心资本受“偿二代”二期影响，对资本认定标准趋严趋紧，使得未来盈余不再全部确认核心资本，其核心偿付能力充足率较上年末下降较明显。

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）	1128.54	1496.76	1571.47	1507.13

负债总额（亿元）	984.60	1303.95	1369.80	1321.32
注册资本（亿元）	60.00	60.00	60.00	60.00
所有者权益（亿元）	143.94	192.81	201.67	185.81
认可资产（亿元）	1062.40	1164.14	1214.61	1186.68
认可负债（亿元）	808.04	879.86	932.85	908.93
实际资本（亿元）	254.36	284.28	281.76	277.75
其中：核心一级资本（亿元）	236.86	269.28	266.76	207.08
最低资本（亿元）	86.27	92.06	90.80	93.11
认可资产负债率（%）	76.06	75.58	76.80	76.59
核心偿付能力充足率（%）	275	292	294	229
综合偿付能力充足率（%）	295	309	310	298

数据来源：民生人寿审计报告和偿付能力报告，联合资信整理

八、外部支持

民生人寿依托大股东中国万向控股有限公司在金融与产业领域的集群效应，能够在业务渠道拓展和资本补充方面给予公司较大支持；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。

民生人寿第一大股东为万向控股，万向控股的实际控制人为自然人鲁伟鼎。万向控股是国内大型的金融投资和实业投资运营平台，以控股和参股的方式对保险(人寿保险)、互联网金融(第三方支付、金融数据服务、区块链技术等)、其他金融业务(信托、期货、租赁)、清洁能源、矿业等板块进行投资，获取长期稳定的投资回报。目前，万向控股已形成了以民生人寿为金融投资业务运营主体，以通联支付为第三方支付业务运营主体，以普星聚能股份有限公司为清洁能源业务运营主体，以万向信托、万向租赁、通惠期货为其他金融业务运营主体，以新疆硝石钾肥和洛阳氟钾科技股份有限公司为矿业板块运营主体的经营格局。2022年2月，中国人民银行公告披露已受理万向控股设立金融控股公司的行政许可申请，暂未获批。截至2021年末，万向控股资产总额1623.82亿元，较上年末增长4.16%；所有者权益204.45亿元，较上年末下降1.23%；2021年实现营业总收入253.18亿元，同比下降11.88%；净利

润4.32亿元，同比下降58.49%。民生人寿第五大股东上海冠鼎泽有限公司与万向控股为一致行动人，实际控制人均为鲁伟鼎，故民生人寿实际控制人鲁伟鼎通过上述两家公司直接及间接持有公司43.84%的股权。

联合资信认为民生人寿将依托万向控股的集团化优势，能够在业务渠道拓展和资本补充方面给予公司较大支持。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、本期债券偿付能力分析

综合考虑民生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很强。

截至本报告出具日，民生人寿已发行且尚在存续期内的资本补充债券本金15.00亿元。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；假若民生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很强。

表 17 存续期债券保障情况

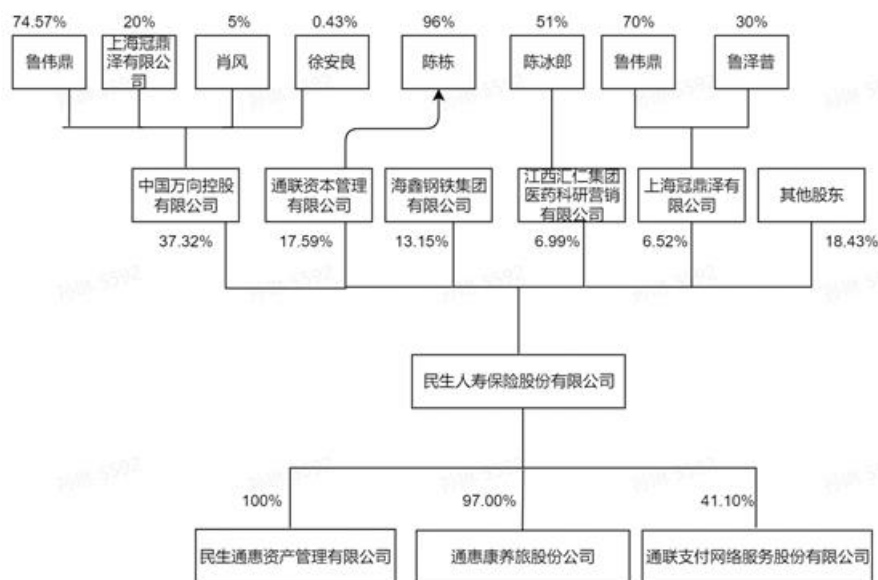
项目	2021 年末
存续债券本金（亿元）	15.00
净利润/存续债券本金（倍）	0.47
可快速变现资产/存续债券本金（倍）	67.69
股东权益/存续债券本金（倍）	13.44

数据来源：公司 2021 年审计报告，联合资信整理

十、结论

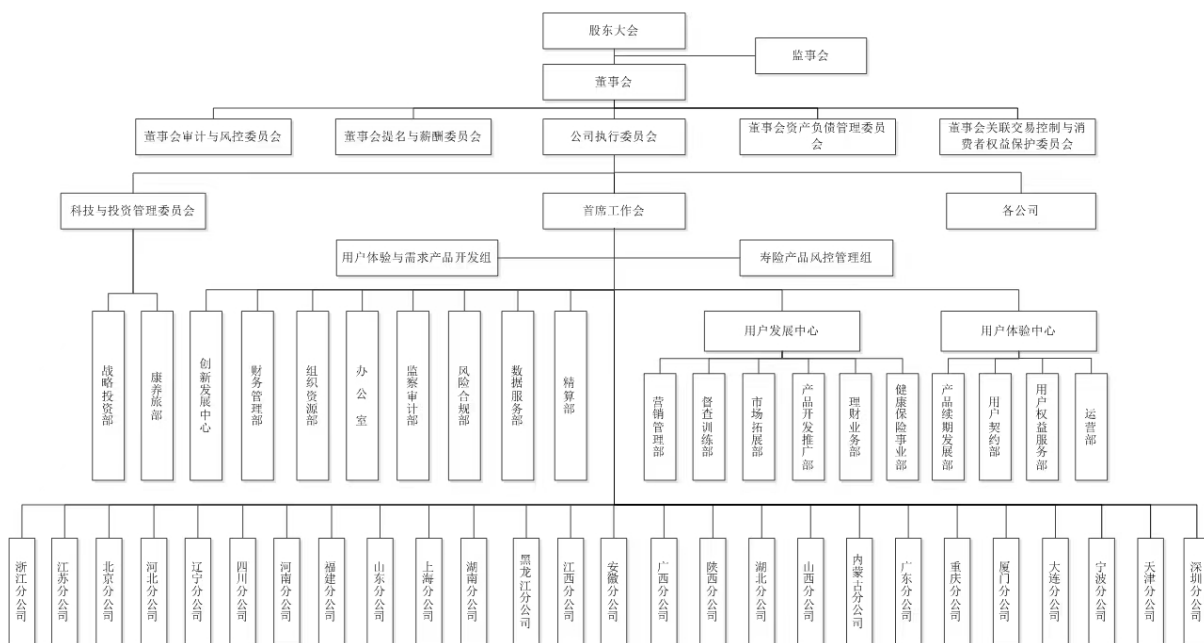
基于对民生人寿经营风险、财务风险、外部支持及债券偿付能力等方面的综合分析评估，联合资信确定维持民生人寿主体长期信用等级为 AA⁺，维持“20 民生人寿 01”债券信用等级为 AA，评级展望为稳定。

附录 1 截至 2022 年 3 月末民生人寿股权结构图



资料来源：民生人寿提供，联合资信整理

附录 2 截至 2022 年 3 月末民生人寿组织架构图



资料来源：民生人寿提供，联合资信整理

附录3 同业对比表

2021 年指标	长城人寿保险股份 有限公司	国华人寿保险股份 有限公司	同方全球人寿保险 有限公司	民生人寿保险股份 有限公司
总资产（亿元）	601.52	2572.27	217.36	1571.47
所有者权益（亿元）	58.10	303.25	28.95	201.67
原保险保费收入（亿元）	111.01	378.41	65.11	122.04
原保险保费收入市场份额（%）	0.36	1.21	0.21	0.39
营业收入（亿元）	132.49	495.83	69.41	236.22
净利润（亿元）	1.49	8.49	2.68	7.08
平均净资产收益率（%）	2.57	2.94	10.66	3.59
综合偿付能力充足率（%）	152.75	166.02	228.00	310
核心偿付能力充足率（%）	124.88	131.19	211.00	294

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%
平均资产收益率	净利润/[(期初资产总额+期末资产总额)/2] ×100%
平均净资产收益率	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