

信用评级公告

联合〔2022〕5850号

联合资信评估股份有限公司通过对合众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，确定维持合众人寿保险股份有限公司主体长期信用等级为AA⁻，维持“21合众人寿”（20亿元）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
二〇二二年六月二十九日

合众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
合众人寿保险股份有限公司	AA ⁻	稳定	AA ⁻	稳定
21 合众人寿	A ⁺	稳定	A ⁺	稳定

跟踪评级债券概况:

债券简称	发行 规模	期限	到期 兑付日
21 合众人寿	20 亿元	(5+5) 年	2031-04-29

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)	1022.86	1214.58	1501.91	1578.86
负债总额(亿元)	955.03	1143.80	1433.05	1514.72
保险合同准备金(亿元)	555.67	689.88	908.70	968.89
股东权益(亿元)	67.83	70.78	68.86	64.14
注册资本(亿元)	42.83	42.83	42.83	42.83
核心偿付能力充足率 (%)	143.33	132.52	109.47	70.81
综合偿付能力充足率 (%)	174.91	158.28	144.79	141.63
项目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 1—3 月
营业收入(亿元)	211.59	252.28	333.59	85.90
已赚保费(亿元)	167.69	189.10	281.13	77.17
净利润(亿元)	5.01	6.41	-5.24	-1.16
投资收益(亿元)	40.30	53.52	44.09	7.40
投资资产收益率(%)	4.91	5.07	2.64	/
综合退保率(%)	9.27	7.56	7.66	2.77
综合费用率(%)	27.61	20.87	16.02	12.41
手续费及佣金率(%)	11.11	9.45	7.79	6.61
总资产收益率(%)	0.54	0.57	--	--
净资产收益率(%)	7.81	9.25	--	--

注: 2022 年一季度财务数据未经审计

数据来源: 合众人寿审计报告、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”)对合众人寿保险股份有限公司(以下简称“合众人寿”或“公司”)的评级反映了 2021 年以来,公司在全国范围内营销网络广泛、个险渠道基础夯实、银保渠道收入贡献度显著提升、保险业务规模持续增长等方面的优势。同时,联合资信也关注到,合众人寿投资资产信用风险管控压力较大、出现较大规模净亏损、监管评级维持较低水平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,合众人寿将坚持价值成长,推动高质量、高价值业务的发展,加大中长期保障型产品的拓展力度,推动业务健康可持续发展,业务结构有望进一步优化。另一方面,公司在房地产行业投资的非标资产规模较大,投资业务集中度高,且部分非标投资资产已发生违约或存在较高风险,未来违约投资资产的处置回收以及投资资产质量的迁徙情况值得关注。此外,保险费率改革、市场竞争的加剧、市场环境的不确定性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合众人寿保险股份有限公司主体长期信用等级为 AA⁻,维持“21 合众人寿”信用等级为 A⁺,评级展望为稳定。

分析师

王 柠 马默坤

邮箱: lianhe@lhratings.com

传真: 010-85679228

电话: 010-85679696

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

网址: www.lhratings.com

优势

1. **个险渠道发展基础夯实,银保渠道快速发展。**公司在全国范围内的营销网络覆盖广泛,且已有多年的渠道运营历史,2021年个险渠道仍然为公司最主要的业务渠道,在同业中保持较强的竞争优势;2021年,公司继续加大银保渠道的拓展力度,并推动银保渠道价值转型,银保渠道对保费收入和业务价值的贡献度明显提升。
2. **业务品质逐步提升。**2021年,公司持续推动业务价值转型,大力拓展中长期寿险产品业务,险种结构有所改善,保单品质和业务价值逐步提升。

关注

1. **投资资产质量的信用风险管控压力较大。**公司投资资产中投向于商业地产和不动产项目的投资规模较大,相关行业政策变化易对不动产投资产生影响;部分非标投资已出现违约,减值计提对于风险资产的覆盖情况以及后续风险资产处置及回收情况需持续关注。
2. **监管评级维持在较低水平,风险管理水平有待提升。**2021年以来,公司因操作风险得分较低等原因,监管评级维持在C类水平,监管评级较低对其业务经营等方面可能产生的影响需保持观察,同时表明其风险管理水平有待提升。
3. **公司投资资产客户集中度高,会计师事务所出具了形成了保留意见的审计意见,需对投资业务风险保持关注。**公司投资资产中涉及到恒大地产集团有限公司的规模高,鉴于恒大地产集团有限公司出现资金流动性困难,整体风险较高,且由于资产的可回收性难以明确判断,会计师事务所出具了形成保留意见的审计意见,需对投资业务相关风险保持紧密关注。
4. **盈利水平下滑明显。**2021年,公司保险业务发展整体向好,但受投资收益下降的拖累

及营业支出的较快增长，呈现较大规模的净亏损，需关注未来盈利水平的变化。

5. **业务的持续发展对资本的消耗较快。**公司业务的持续发展对资本的消耗有所加大，同时偿二代二期工程的下核心资本的界定更为严格，使得公司 2022 年核心偿付能力充足指标下降明显，未来面临一定的资本补充压力。

声 明

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

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

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

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

五、本报告系联合资信接受合众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。

合众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”）关于合众人寿保险股份有限公司（以下简称“合众人寿”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

合众人寿保险股份有限公司（以下简称“合众人寿”或“公司”）成立于2005年1月，是由北京永泰房地产开发有限责任公司（以下简称“永泰房地产”）等6家民营企业于发起设立的一家综合性人寿保险公司，初始注册资本为3.00亿元。经多次增资扩股及股权转让后，截至2022年3月末，公司注册资本为42.8277亿元，均为实收资本，股东包括5家民营企业和1家外资（日本）人寿保险公司，单一最大股东为中发实业（集团）有限公司（以下简称“中发实业集团”），根据偿付能力报告披露无控股股东和实际控制人，股东持股情况见表1。

表1 2022年3月末股东持股情况 单位：%

序号	股东名称	持股比例
1	中发实业（集团）有限公司	46.056

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

2	斯迈特投资有限责任公司	18.478
3	西藏德凡创业投资管理有限公司	13.865
4	西藏楚汉经贸有限公司	13.859
5	西藏天信杰科技有限公司	4.435
6	太阳生命保险株式会社	3.307
合计		100.00

数据来源：合众人寿提供，联合资信整理

截至2022年3月末，合众人寿开业机构共有620家，其中包括湖北、山东、北京、黑龙江、浙江、湖南、安徽、河南等27家分公司，184家中心支公司和392家营销服务部；共有员工5041人。

合众人寿注册地址：湖北省武汉市江汉区沿江一号MALL写字楼B座11F、12F。

合众人寿法定代表人：戴浩。

三、已发行债券概况

截至本报告出具日，合众人寿存续期内且经联合资信评级的债券为2021年4月发行的20亿元资本补充债券，债券概况见表2。

表2 资本补充债券概况

债券简称	规模	利率	期限	交易流通终止日
21合众人寿	20.00亿元	5.50%	5+5年	2031-04-28

数据来源：中国货币网，联合资信整理

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（见表 3）；环比增长 1.30%，高于上年同期（0.50%）但不及疫情前 2019 年水平（1.70%）。

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

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%。

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

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。

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

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。

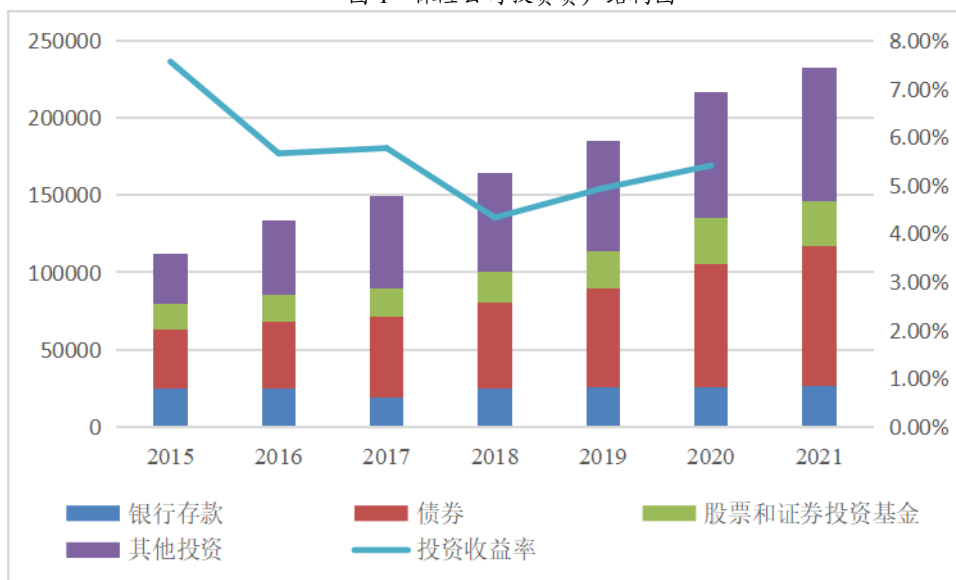
投资收益方面，2021年以来长端利率呈现波动下行的趋势，权益市场价值波动及板块轮动较为频繁，迫使保险公司适当拉长固收资产久期并把握权益资产的价格窗口进行处置变现，投资收益实现难度加大。但值得注意的是，中小保险公司在市场波动加大的背景下资产配置压力增加较明显，同时由于保险业务转型、偿付能力制约和投研能力不足等因素导致投资收益增厚手段相对有限，与头部险企的投资绩效差异趋于明显。考虑到目前资本市场整体

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产配置压力不断增加，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，合众人寿公司治理情况正常运行，需对关联交易情况保持一定关注；监管评级维持在C类水平，相关风险及对其业务开展的影响需要关注。

合众人寿成立于2005年，最初由永泰房地产、华京投资股份有限公司（已更名为“普盛达投资股份有限公司”）、哈尔滨通泰投资股份有限公司（已更名为“斯迈特投资有限责任公司”）、黑龙江天信杰投资有限公司（已更名为“西藏天信杰科技有限公司”）、湖北楚汉经贸有限公司（已更名为“西藏楚汉经贸有限公司”）和湖北德凡投资有限公司（已更名为“西藏德凡创业投资管理有限公司”）6家民营企业发起设立，截至2022年3月末，合众人寿注册资本增至42.8277亿元，中发实业集团为公司最大股东，公司无实际控制人和实际控制人。股权质押方面，截至2022年3月末，公司股东已无股份对外质押的情况。

截至2022年5月末，合众人寿董事会由12名董事构成，其中独立董事5名，执行董事1名，非执行董事6名。2021年以来，公司董事长未变动。

合众人寿监事会由5名监事构成，其中职工代表监事3名，外部及股东代表监事2名，由股东中发实业集团进行提名。合众人寿高级管理层由11名成员组成，其中临时负责人1名，副总经理5名，董事会秘书1名，总经理助理3名，合规负责人1名。2022年2月，公司总经理发生变动，由原公司副总经理夏树海担任临时负责人。夏树先生，曾任中国平安人

寿保险股份有限公司企划部经理助理、广东分公司总经理助理、呼和浩特分公司总经理、黑龙江分公司总经理、陕西分公司总经理、合众人寿总经理助理、副总经理等职务，具备丰富的保险行业从业经验。

从关联交易情况来看，截至 2021 年末，合众人寿与关联方之间涉及的业务主要包括租赁资产的出租和承租、接受劳务、投资集合资金信托计划的利息收入、存放金融机构款项等。2021 年，合众人寿与关联方之间实现租赁收入 0.44 亿元，承租产生的租赁费用 0.21 亿元，接受劳务产生费用 0.08 亿元。合众人寿 2021 年新增 7 笔资金运用类重大关联交易，分别为购买北京中财龙马资本投资有限公司发起设立的湖州龙湘股权投资基金 12 亿元，该基金对哈尔滨泰鸿房地产开发有限公司进行投资，最终用于偿还金融机构借款及商场酒店修缮升级；向北京永泰璟瑞酒店有限公司、北京泰鸿达颐商贸有限公司购买其持有的雅乐轩酒店，合同金额 10.20 亿元，永泰房地产（集团）有限公司承担无限连带责任；向亿联银行存款 5.00 亿元；向合众财险保险股份有限公司增资 3.97 亿元；向合众健康产业项目管理（沈阳）有限公司增资 1.00 亿元；向合众优年（武汉）养老企业管理有限责任公司增资 0.43 亿元；以及向沈阳恒众实业发展有限公增资 7800 万元。2021 年末共持有 2 笔关联方信托计划，合计金额 22.57 亿元，其余 1 笔为存量投资，系合众人寿 2014 年购买的北京国际信托有限公司设立的集合资金信托计划，该信托计划基础资产所属融资主体为永泰房地产（集团）有限公司，期末余额 12.57 亿元。截至 2021 年末，合众人寿存放于关联方银行款项余额合计 5.18 亿元，主要为存放于亿联银行的协议存款。

根据合众人寿偿付能力报告披露及提供资料，合众人寿在 2020 年第 4 季度因公司操作风险项下得分较低原因监管评价被下调为 C 类。根据合众人寿 2022 年第一季度偿付能力报告披露，公司在 2021 年第三季度和 2021 年

第四季度的“风险综合评级（分类监管）”评价中均被评定为 C 类。此外，2021 年以来，合众人寿未受到重大监管机构处罚。

六、业务经营分析

截至 2021 年末，合众人寿设有 27 家分公司，覆盖 24 个省份及直辖市，代理队伍规模较为庞大，拥有 5 万余人，较之前年度有所减少，主要是保险行业呈现出代理人队伍增员承压、精简队伍的趋势，代理人发展模式进入变革期。2021 年，合众人寿加大了传统寿险业务的开展力度，分红寿险及其他险种规模明显收缩；银保渠道拓展力度加大，同时推动银保渠道价值增长，原保险保费收入以及市场份额均有所提升；投资业务方面主要增加高流动性资产的配置，存量信托投资计划等非标投资规模有所压降。

1. 保险业务分析

2021 年，合众人寿保险业务收入持续增长，个险渠道保费收入仍为保险业务收入的最主要来源，银保渠道的保费收入规模和收入贡献度增幅明显。另一方面，合众人寿万能险收入占规模保费收入的比重仍较大，趸交业务占比比较高，未来业务结构有待调整。

合众人寿立足于湖北，27 家分公司使得其业务经营能够对全国形成了较好的覆盖。2021 年，合众人寿产品经营策略仍回归保险本源，坚持保障为主，并以价值为导向，推动保障型产品的开发销售，鼓励高价值业务，同时兼顾保费规模增长，以达到公司价值、保费规模和产品创新的适度平衡，原保险保费收入和规模保费收入均保持增长，资产规模及业务规模处于人身险行业中上水平。2021 年，合众人寿实现原保险保费收入 280.86 亿元，较上年增长 48.43%。

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)	167.75	189.34	280.86	77.82	12.87	48.34
原保险保费收入市场份额 (%)	0.57	0.60	0.90	0.57	--	--
规模保费 (亿元)	275.20	313.84	420.56	111.93	14.04	34.00

数据来源: 合众人寿提供数据, 联合资信整理

2021 年, 合众人寿保险业务结构有所优化, 传统寿险保费收入快速增长, 分红险、健康险和意外险保费收入均有所下降; 万能险收入持续增加, 公司仍面临业务结构调整压力。

合众人寿保险业务产品种类主要包括传统寿险、分红寿险、健康险和意外险 (见图表 5)。合众人寿根据行业发展趋势和渠道营销特点, 结合自身发展战略目标, 适时调整业务和产品策略。同时, 公司积极响应国家战略政策, 围绕客户的养老需求和健康保障需求, 重点开发推动了系列符合老年市场需求的养老年金产品以及重疾险产品、医疗险产品和寿险产品等, 以满足不同客群的多元化需求为目标, 搭建产品类型丰富多样的产品体系。2021 年以来, 合众人寿大力发展终身寿险和年金险等高价值传统寿险业务, 传统寿险保费收入大幅增加; 在客户对分红险种偏好下降导致保险行业分红寿险保费规模减少的整体趋势下降低了分红寿险的销售力度, 分红寿险保费收入持续减少; 健康险受市场需求相对饱和、销售难度有所加大等因素影响保费收入有所下降; 意外险收入和规模占比均较低。公司将万能险作为渠道发展的资源之一, 在当前监管要求回归本源的环境下, 对万能险销售进行一定控制, 但业务规模仍有所增长且存量规模较大, 或仍面临一定的调整压力。

表 6 规模保费收入结构

项目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 1—3 月
传统寿险	44.92	91.76	198.06	55.99
分红寿险	93.53	66.19	53.17	14.26
健康险	28.28	30.46	29.07	7.38

意外险	0.83	0.72	0.56	0.13
原保险保费	167.75	189.34	280.86	77.82
万能险	107.65	124.72	139.95	34.17
规模保费	275.20	313.84	420.56	111.93

注: 因四舍五入效应致使合计数据存在一定误差

数据来源: 合众人寿审计报告及提供资料, 联合资信整理

2021 年, 合众人寿以个险渠道仍为最主要的渠道来源, 但该渠道原保险保费收入规模有所收缩; 银保渠道销量大幅增加, 对保险业务的收入贡献度明显上升; 其他渠道占比仍偏低, 多元化程度有待提升。

合众人寿主要通过个险和银保渠道开拓保险业务, 并以个险渠道为主, 团险、网销、电销等其他渠道实现保险业务收入规模相对较小。2021 年以来, 合众人寿发挥其在个险渠道长期积累的优势, 注重保障型和长期储蓄型业务的发展, 对个险渠道的依赖度仍为最高; 但在新冠肺炎疫情对个险业务拓展的不利影响以及整体保险行业代理人佣金制度面临变革调整的背景下, 代理人团队规模明显收缩, 在此情况下, 合众人寿注重提升人员的人均产能和收入, 并在原有代理人团队的基础上创设专业化的收展团队等, 加大对续保客户的营销力度, 但个人代理渠道的原保险保费收入有所下滑。合众人寿加大对银保渠道的拓展和转型力度, 积极拓展合作银行渠道, 将开门红提前至 4 季度开展, 使得 2021 年销量大幅提升, 推动银保渠道收入规模明显增加; 合众人寿银保渠道主要的合作银行包括邮储银行、建设银行、农业银行、工商银行等, 并以邮储银行为主, 其他银行占比有待提升。公司团险渠道以盈利为导向, 注重法人客户的经营和营销; 此外, 公司代理渠道

业务逐步开展，该类业务有利于推动公司向价值型转型，但该类业务目前尚处于起步阶段，渠道保费占比低（见表7）。

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
个人代理渠道	143.38	133.77	128.02	45.9	85.47	70.65	45.58	58.98
银行代理渠道	18.22	49.59	146.5	28.98	10.86	26.19	52.16	37.24
公司直销渠道	4.5	4.75	4.81	1.97	2.68	2.51	1.71	2.53
其他渠道	1.64	1.23	1.53	0.96	0.98	0.65	0.54	1.23
合计	167.75	189.34	280.86	77.82	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：合众人寿提供资料，联合资信整理

2021年，合众人寿期缴首年业务规模有所收缩，趸交业务规模和占比明显上升，保费期限结构有待进一步改善。

从保险产品期限结构看，2021年，受保险代理人团队规模收缩、面访受限等因素影响，合众人寿期缴业务首年保费收入有所减少；期缴续期保费规模有所增长，整体期缴业务比重有待提升。另一方面，合众人寿加大了银保渠道某款终身寿险产品的营销力度，该款寿险产品保费收入占到合众人寿全年原保险保费收入的一半，由于该款产品提供趸交、3年交、5年交和10年交的缴费选项，使得其趸缴业务收入明显增加，趸交占比明显上升，保险业务期限结构有待改善。

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）	11.20	37.85	125.00	22.65
期缴业务首年保费收入（亿元）	34.17	31.60	27.94	7.94
期缴业务续期保费收入（亿元）	122.38	119.89	127.92	47.23
合计	167.75	189.34	280.86	77.82

数据来源：合众人寿提供资料，联合资信整理

随着高价值型产品销售力度的加大，公司业务价值保持增长态势。跟踪期内，合众人寿综合考虑投资收益率、风险溢价等因素后对风险贴现率从11.5%调整为11.0%，内含价值情况

见表9。2021年以来，公司持续保持其内含价值相对较高的个险渠道业务上的发展优势，同时发展力度较大的银保渠道在售产品亦均属于价值尚可的长期险种，公司有效业务价值以及公司内含价值持续提升。

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）	120.21	135.64	163.19	167.35
公司内含价值（亿元）	156.05	181.57	213.84	213.01
新业务价值（亿元）	10.48	11.20	16.65	4.67
新业务价值率（%）	13.56	11.77	8.42	10.98

注：上表数字均已考虑维持费用超支

数据来源：合众人寿提供数据，联合资信整理

从保单继续率来看，2021年，受疫情反复等因素影响，部分客户可支配收入降低，加之续收面访受限，导致保单续收出现一定困难，加之人员离职、续期督导工作不到位等原因，拉低了公司13个月保单继续率；由于公司险种结构及重点险种达成不理想等因素使得合众人寿25个月保单继续率有所下降。

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）（%）	85.40	82.61	80.50	76.90
13个月继续率（银保）（%）	94.75	93.81	92.70	90.56

25个月继续率(个险)(%)	93.77	91.13	89.70	89.74
25个月继续率(银保)(%)	98.14	97.28	96.80	96.65

数据来源：合众人寿提供资料，联合资信整理

2022年以来，合众人寿强化市场调研，明确消费者需求，提高产品产能，严格控制费用开支，受控制趸交业务规模、疫情反复等因素影响，原保险保费收入同比有所下降，保险业务结构以传统寿险、分红险、万能险为主；期缴业务规模及占比有所提升，业务价值略有下降。2022年1—3月，合众人寿实现原保险保费收入77.82亿元，较上年同期下降27.18%；实现规模保费收入111.93亿元，较上年同期下降26.69%。

2. 投资业务

2021年，随着可用于投资的保险资金规模的扩大，合众人寿投资资产规模持续上升，资产结构配置向高流动性资产倾斜，投资收益水平低于行业平均水平；存量投资业务中涉及地产行业的业务规模大，客户集中度高，且涉及的不良资产和逾期资产规模较大，需关注行业波动情况、整体投资业务信用风险管控以及风险资产的回收处置情况。

合众人寿投资业务分为委托管理和自主管理，委托管理投资品种主要包括股票、债券、基金、信托计划、基础设施债权计划、股权投资计划等其他金融产品，委托方主要为子公司合众资产；自主管理投资品种主要包括股权投资和养老不动产投资。2021年，随着保险业务的持续发展，合众人寿可运用的保险资金规模呈扩大趋势，合众人寿持续调整投资资产配置结构，加大了债券资产的配置，投资资产规模保持增长。

债券投资方面，2021年，合众人寿加大了地方政府债等利率债的配置，债券投资规模和占投资资产总额的比重均有所上升。合众人寿债券投资以金融债、企业债和地方政府债投资为主，投资债券的外部评级大部分集中在AA级及以上，少量境外债券评级均为BBB-及以

上的企业债。截至2021年末，合众人寿债券投资余额516.20亿元，其中，国债、地方政府债、金融债、企业债和次级债占比分别为0.72%、26.12%、31.25%、29.09%和12.81%。具体来看，合众人寿持有债券的发行主体主要为政策性银行、大型商业银行、央企、省政府控股企业，债券投资资产质量较好，尚未出现债券投资违约的情况。

合众人寿权益类投资具体包括股票和基金，但以保险资管产品及其他权益投资为主。其中，大部分保险资管产品的底层资产是以银行存款和债券类等为主的固定收益类组合投资，其他权益工具主要为未上市企业股权、股权投资计划、私募股权投资基金等。合众人寿投资的基金主要包括债券基金、证券投资基金（不含货币市场基金、债券型基金）等。2021年以来，公司加大流动性较高的固定收益类保险资产管理产品的投资力度，保险资管产品规模保持较快增长，2021年末余额为231.88亿元，同比增长104.38%；随着国内资本市场景气度的提升，合众人寿适度加大了股票和基金的配置力度，以提升投资收益水平；公司其他权益投资主要为一级市场股权的投资力度，主要介入Pre-IPO、VC/PE等投资环节，2021年末余额为180.52亿元，较上年有所下降。

合众人寿归入贷款的应收款项类投资以信托投资计划和债权投资计划为主。合众人寿持有的信托投资计划以集合资金信托计划投资为主，交易对手主要为北京信托、五矿信托、中国民生信托、渤海信托等大中型信托机构，底层资产主要为向商业地产项目发放的流动资金贷款，涉及行业主要集中在商业地产；债权投资计划主要为不动产债权投资计划，另有部分基础设施债权计划。2021年以来，严监管环境叠加新冠肺炎疫情的影响，加之风险防控方面的考虑，合众人寿对信托投资计划和债权投资计划的投资力度有所减弱，主要为存量资产的管理和压降，年末相关投资规模有所下降。

合众人寿投资性房地产主要为养老不动产

投资，养老不动产项目主要位于武汉、合肥、南宁、沈阳，另有一处位于境外，资产的流动性和短期变现能力一般。截至 2021 年末，合众人寿投资性房地产余额 110.09 亿元；其中海外不动产余额为 7.37 亿元。

截至 2022 年 3 月末，合众人寿持有的 1 笔信托投资计划、2 笔信托贷款和 1 笔债权投资计划出现风险，涉及账面价值合计 26.94 亿元；另有 2 笔利息逾期的信托计划本息合计 37.75 亿元，增信措施包括保证担保以及股权质押等。截至本报告出具日，公司已对 2 笔债权投资计划做转出处理，合计损失 3.75 亿元；其余违约投资尚在处理过程中。此外，截至 2021 年末，公司与恒大地产集团有限公司相关的投资项目余额为 141.60 亿元（含股权投资），鉴于恒大

地产集团有限公司出现资金流动性困难，整体风险较高，2021 年，合众人寿增加了相应的减值准备计提，当年末对整体投资资产计提减值准备合计 13.15 亿元，整体减值计提对于相应风险资产的覆盖程度偏低。中发实业（集团）有限公司承诺在上述与恒大地产集团有限公司相关的投资项目中，在相关义务人未能按照约定向本公司履行支付义务（包括但不限于项目收益款、差额补足款、股权转让金）条件下，公司收回的投资款低于投资本金的，中发实业（集团）有限公司将以自有财产对公司承担差额补足义务。考虑到上述项目投资规模高、资产的可收回性以及股东方的支持效力较难判断，需对后续处置情况保持密切关注。

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
债券投资	340.73	379.97	516.20	462.32	36.12	33.05	36.05	30.95
国债	3.59	2.95	3.74	4.27	0.38	0.26	0.26	0.29
地方政府债	0.00	24.70	134.84	143.10	0.00	2.15	9.42	9.58
金融债	127.21	140.12	161.30	153.98	13.49	12.19	11.26	10.31
企业债	151.70	159.74	150.18	121.84	16.08	13.90	10.49	8.16
次级债	53.44	49.79	66.14	39.13	5.67	4.33	4.62	2.62
同业存单	4.80	1.48	0.00	0.00	0.51	0.13	0.00	0.00
短期融资券	0.00	1.18	0.00	0.00	0.00	0.10	0.00	0.00
权益工具投资	164.91	344.51	494.57	586.98	17.48	29.97	34.54	39.29
基金	3.38	7.74	15.97	18.41	0.36	0.67	1.12	1.23
股票	2.14	8.52	26.05	18.88	0.23	0.74	1.82	1.26
保险资管产品及其他权益投资	159.38	328.26	452.55	549.69	16.90	28.55	31.60	36.79
归入贷款的应收款项类投资	224.46	190.26	137.27	137.27	23.80	16.55	9.59	9.19
信托投资计划	167.31	163.97	121.99	121.99	17.74	14.26	8.52	8.17
债权投资计划	57.15	26.29	15.28	15.28	6.06	2.29	1.07	1.02
股权投资计划	--	--	--	--	--	--	--	--
衍生金融资产	0.36	0.44	--	--	0.04	0.04	--	--
买入返售金融资产	0.09	0.77	27.32	--	0.01	0.07	1.91	--
保户质押贷款	36.18	41.66	47.92	49.06	3.84	3.62	3.35	3.28
定期存款	42.58	47.01	77.28	127.28	4.51	4.09	5.40	8.52
存出资本保证金	9.38	9.38	10.58	10.58	0.99	0.82	0.74	0.71
长期股权投资	32.39	31.42	10.84	10.78	3.43	2.73	0.76	0.72
投资性房地产	92.22	104.20	110.09	109.69	9.78	9.06	7.69	7.34
投资资产合计	943.30	1149.62	1432.08	1493.98	100.00	100.00	100.00	100.00
减：减值准备	0.73	5.36	13.15	13.15	0.08	0.47	0.92	0.88

投资资产净额	942.57	1144.26	1418.93	1480.83	--	--	--	--
投资收益率	/	/	/	/	4.91	5.07	2.64	/
投资收益率(报表计算口径)	/	/	/	/	4.68	5.36	2.55	/

注：本表主要统计依据为原中国保监会《关于加强和改进保险资金运用比例监管的通知》（保监发〔2014〕13号），活期存款仅为投资账套数据

数据来源：合众人寿提供数据，联合资信整理

从持有目的看，合众人寿将债券、资管产品、公募基金主要计入可供出售金融资产会计科目，另有部分债券计入持有至到期投资科目；将股票、少量债券及少部分基金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；将投资的信托投资计划、债权投资计划计入归入贷款及应收款的投资会计科目。2021年，合众人寿针对投资资产计提减值准备 13.15 亿元。

投资收益方面，合众人寿投资收益以应收款项类投资利息收入、可供出售金融资产收益和持有至到期投资收益为主。2021 年以来，合众人寿收益率相对较高的信托投资计划、债权投资计划等投资规模有所下降，使得应收款项类投资收益和利息收入明显下降，整体投资收益下降较多，亦对权益规模形成一定侵蚀。2021 年，合众人寿实现投资收益 44.09 亿元，同比下降 17.62%，投资收益率为 2.64%，低于行业平均水平。

2022 年一季度，合众人寿投资资产规模保持增长，其中，保险资管产品、定期存款的配置规模增长较多，其余资产配置变化不大，投资资产结构保持稳定。截至 2022 年 3 月末，合众人寿投资资产总额 1493.98 亿元，较上年末增长 4.36%。

七、财务分析

合众人寿提供了 2021 年及 2022 年一季度财务报告及偿付能力报告，天健会计师事务所（特殊普通合伙）对 2021 年财务报告及偿付能力报告进行了审计，出具了形成保留意见的审计意见。形成保留意见的基础如下：合众人寿

公司通过收购股权和设立有限合伙企业等方式直接或间接投资恒大地产集团有限公司相关子公司；通过设立子公司购买恒大地产集团有限公司相关物业。截至 2021 年末，上述投资形成的资产账面余额为 122.30 亿元，鉴于恒大地产集团有限公司出现资金流动性困难，整体风险较高，合众人寿公司对上述资产确认了估值损失 16.53 亿元（其中公允价值变动损失 10 亿元），针对上述资产的可收回性，以及公司账面确认的估值损失，会计师事务所未能获取充分适当的审计证据。

1. 盈利能力

2021 年，保险业务收入规模的持续增长带动了合众人寿营业收入持续提升；但由于投资收益下降较多、营业支出增长较多，公司出现较大规模净亏损状态，考虑到投资资产结构尚需持续调整，且风险资产处置可能形成的估值损失尚有不不确定性，盈利或将持续承压，需关注未来盈利水平变化情况。

合众人寿营业收入主要由已赚保费和投资收益构成。2021 年以来，在监管层面强调保险业务“回归本源”的背景下，合众人寿业务重心向传统寿险倾斜，并大力推进银保渠道的销售，转型效果逐步显现，保险业务收入和已赚保费均呈现快速增长。投资收益方面，由于信托投资计划等非标资产有所压降，合众人寿投资收益有所下降。从公允价值变动收益情况来看，受权益价格变化影响，2021 年公司公允价值变动损益为 1.03 亿元。公司其他业务收入主要包括账户及资产管理费收入、保户质押贷款利息收入、房屋租赁收入等。

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	2022 年 1—3 月	2020 年	2021 年
营业收入	211.59	252.28	333.59	85.90	19.23	32.23
其中：已赚保费	167.69	189.10	281.13	77.17	12.77	48.67
保险业务收入	170.38	191.52	282.63	78.24	12.41	47.57
减：分出保费	2.80	2.44	1.83	0.40	-12.86	-25.00
投资收益	40.30	53.52	44.09	7.40	32.80	-17.62

数据来源：合众人寿审计报告及提供资料，联合资信整理

合众人寿保险业务支出以提取保险责任准备金、赔付支出、业务及管理费、手续费及佣金支出为主。2021 年以来，公司已度过退保高峰期，之前年度银保渠道销售的中短存续产品已基本度过退保高峰期，由于寿险的退保金额有一定上升，整体退保金额小幅增长；由于满期给付、赔款支出及死伤医疗给付有所增长，赔付支出规模有所增长。2021 年，受保险规模

较快增长等因素影响，合众人寿提取保险责任准备金规模明显增长，主要为提取的寿险责任准备金（见表 13）。从成本管控方面来看，2021 年，合众人寿手续费及佣金率较上年出现下降，主要是得益于保险业务收入规模增长带来的规模化效应以及当年重点发展的银保渠道费用管控水平较好等因素，保险业务的成本控制能力有所增强。

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)	206.66	240.71	338.54	87.02	16.48	40.64
其中：退保金 (亿元)	31.82	10.13	13.85	4.07	-68.16	36.72
赔付支出 (亿元)	31.18	27.03	29.67	8.81	-13.31	9.77
提取保险责任准备金 (亿元)	77.49	134.04	219.37	59.62	72.98	63.66
保单红利支出 (亿元)	5.2	5.44	3.84	1.53	4.62	-29.41
手续费及佣金支出 (亿元)	18.93	18.11	22.03	5.17	-4.33	21.65
税金及附加 (亿元)	0.33	0.3	0.39	0.1	-9.09	30.00
业务及管理费 (亿元)	27.47	21.61	22.88	4.58	-21.33	5.88
综合退保率 (%)	9.27	7.56	7.66	2.77	/	/
赔付率 (%)	2.76	10.91	9.86	10.86	/	/
手续费及佣金率 (%)	11.11	9.45	7.79	6.61	/	/

数据来源：合众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，受投资收益下降较多的拖累，公司营业收入虽有所增长，但保险业务的较快发展以及资产减值损失的增资使得相应的营业支出规模增幅更大，公司由盈转亏且呈现较大规模的净亏损状态（见表 14），联合资信将关注公司未来盈利水平变化情况。

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)	4.67	11.46	-5.07	-1.12
净利润 (亿元)	5.01	6.41	-5.24	-1.16
总资产收益率 (%)	0.54	0.57	--	--
净资产收益率 (%)	7.81	9.25	--	--

数据来源：合众人寿审计报告，联合资信整理

2022 年一季度，合众人寿保险业务收入有所下降，受权益市场波动的影响投资收益有所下降，退保金和赔付支出规模不大，成本管控能力变化不大，仍呈现净亏损状态。

2. 流动性

合众人寿资产负债错配期限较短，流动性风险可控；考虑到资产端久期短于负债端久期的现状，未来需持续关注长期资产的配置情况以及其对资产负债期限错配的改善效果。

从资产负债期限匹配情况来看，公司持续提升中长期负债久期，资产端则通过优化投资产品结构、拉长久期的方式提升资产负债久期的匹配度。但从实际情况看，公司各账户期限结构匹配存在一定程度的错配，存在潜在的利率风险及再投资风险。从期限匹配来看，2021 年，普通账户规模调整后的修正久期缺口为-6.94 年，传统账户规模调整后的修正久期缺口为-9.29 年，分红账户规模调整后的修正久期缺口为-7.58 年，万能账户规模调整后的修正久期缺口为-0.70 年。考虑到国内资本市场长期资产供给不足的现状，公司面临一定再投资风险。此外，考虑到公司保险业务发展对于长期价值型业务需求带来的长久期负债以及资产端资产配置的期限错配压力，合众人寿仍然面临一定的资产负债期限错配风险。

从资产构成来看，合众人寿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、可供出售金融资产（扣除卖出回购证券提供质押担保）和一年内到期的定期存款等。2021 年，得益于交易性金融资产和可供出售金融资产规模的增加，公司可快速变现资产规模增幅较大，资产流动性有所提升（见表 15）。

从负债端的主要构成—保险合同准备金来看，随着 2021 年业务转型的持续推动以及业务规模的增加，公司提取保险准备金及保险合同准备金余额持续增加，准备金赔付倍数亦

持续提升，准备金计提对赔付支出的保障程度高。

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）	303.22	533.76	855.78
可快速变现资产/资产总额（%）	29.64	45.73	56.98
保险合同准备金（亿元）	555.67	689.88	908.70
准备金赔付倍数（倍）	8.82	18.57	20.88
未来 1 年内的综合流动比率（%）	459.59	366.12	339.55

数据来源：合众人寿提供资料，联合资信整理

截至 2021 年末，合众人寿短期流动性比率及流动性覆盖率等指标结果良好。根据合众人寿精算假设及 2021 年第 4 季度流动性压力测试结果显示：在基本情境下，合众人寿未来 1、2、4 季度时点净现金流均为正；同时，合众人寿按照资产负债现金流和久期匹配的原则进行资产配置，已充分考虑未来的现金流情况，并建立现金流预警机制且同时在投资已考虑资产的可变现性，2021 年末公司流动性保持充裕。截至 2021 年末，合众人寿 1 年内综合流动比率为 339.55%，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；根据合众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，合众人寿未来 3 个月整体流动性覆盖率为 242.25%，未来 12 个月整体流动性覆盖率为 181.72%；本季度经营活动净现金流回溯不利偏差率为-27.68%，本年度累计净现金流 9.40 亿元。

3. 资本充足性

2021 年，合众人寿寿险业务持续发展以及权益类投资规模的明显增加导致其最低资本规模持续增加，2021 年末偿付能力水平有所下滑，2022 年偿二代实施后核心偿付能力充足指标下降明显，随着业务的持续发展，面临一定的资本补充压力。

2021 年，合众人寿未进行增资扩股，由于当

年呈现净亏损状态，所有者权益规模有所下降。截至 2021 年末，合众人寿实收资本 42.83 亿元，资本公积 2.76 亿元，所有者权益 68.86 亿元。

合众人寿认可资产及认可负债规模较大，资产认可度较高，高风险资产规模较大，资产安全性一般。认可负债方面，合众人寿认可负债主要为准备金负债、保户储金及投资款和其他金融负债。2021 年以来，随着传统寿险业务的持续增长，合众人寿准备金负债规模增幅较大，带动认可负债规模的进一步增加。认可资产方面，合众人寿认可资产主要包括投资资产、在子公司、合营企业和联营企业中的权益、活期存款及流动性管理工具、应收分保准备金、保单质押贷款。2021 年，随着政府债券、保险资产管理产品等投资资产规模的增加，合众人寿认可资产规模持续增长。合众人寿资产及负

债认可规模较大，资产认可度较高，但投资资产中信托资产及保险资产管理产品等高风险的非标投资产品规模较大，资产安全性一般。

2021 年，得益于资本补充债券的发行，合众人寿实际资本持续增长，但由于净资产规模有所下降，增幅较为有限，2021 年末实际资本规模为 209.57 亿元。2021 年，随着寿险业务开展力度的加大，公司寿险业务保险风险最低资本有所增加，同时随着投资资产中权益类资产规模和占比的增加，市场风险和信用风险暴露敞口上升，使得公司偿付能力充足指标有所下滑。

2022 年以来，根据偿二代二期规则计算，合众人寿能够计入核心一级资本的保单未来盈余规模大幅下降，导致核心一级资本显著下降，偿付能力水平尤其是核心偿付能力充足水平下降明显，考虑到业务的持续发展，面临一定的资本补充压力。

表 16 偿付能力情况

项目	2019 年末	2020 年末	2021 年末	2022 年 3 月末
资产总额（亿元）	1022.86	1214.58	1501.91	1578.86
负债总额（亿元）	955.03	1143.80	1433.05	1514.72
注册资本（亿元）	42.83	42.83	42.83	42.83
所有者权益（亿元）	67.83	70.78	68.86	64.14
认可资产（亿元）	996.66	1187.11	1472.28	1549.02
认可负债（亿元）	812.52	993.59	1262.71	1345.76
实际资本（亿元）	184.14	193.53	209.57	203.27
其中：核心一级资本（亿元）	150.89	162.03	169.95	94.82
最低资本（亿元）	105.28	122.27	144.82	143.52
认可资产负债率（%）	81.52	83.70	85.07	86.88
核心偿付能力充足率（%）	143.33	132.52	109.47	70.81
综合偿付能力充足率（%）	174.91	158.28	144.79	141.63

注：行业平均综合偿付能力充足率数据来源 wind

数据来源：合众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

合众人寿作为寿险公司承担一定的社会养老及公共职能，获得政府支持的可能性大。

合众人寿作为寿险公司，承担一定的社会养老及社会公共职能，其对支持国家落实社会

养老体系完善工作、维护金融稳定等方面发挥重要作用，在金融体系中具有较为重要的地位，当出现经营困难时，获得政府直接或间接支持的可能性大。

九、债券偿付能力分析

综合考虑合众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，合众人寿已发行且尚在存续期内的资本补充债券本金 20.00 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；假若合众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
存续期内债券本金（亿元）	20.00
净利润/存续期内债券本金（倍）	--
可快速变现资产/存续期内债券本金（倍）	42.79
股东权益/存续期内债券本金（倍）	3.44

数据来源：公司 2021 年审计报告，联合资信整理

十、结论

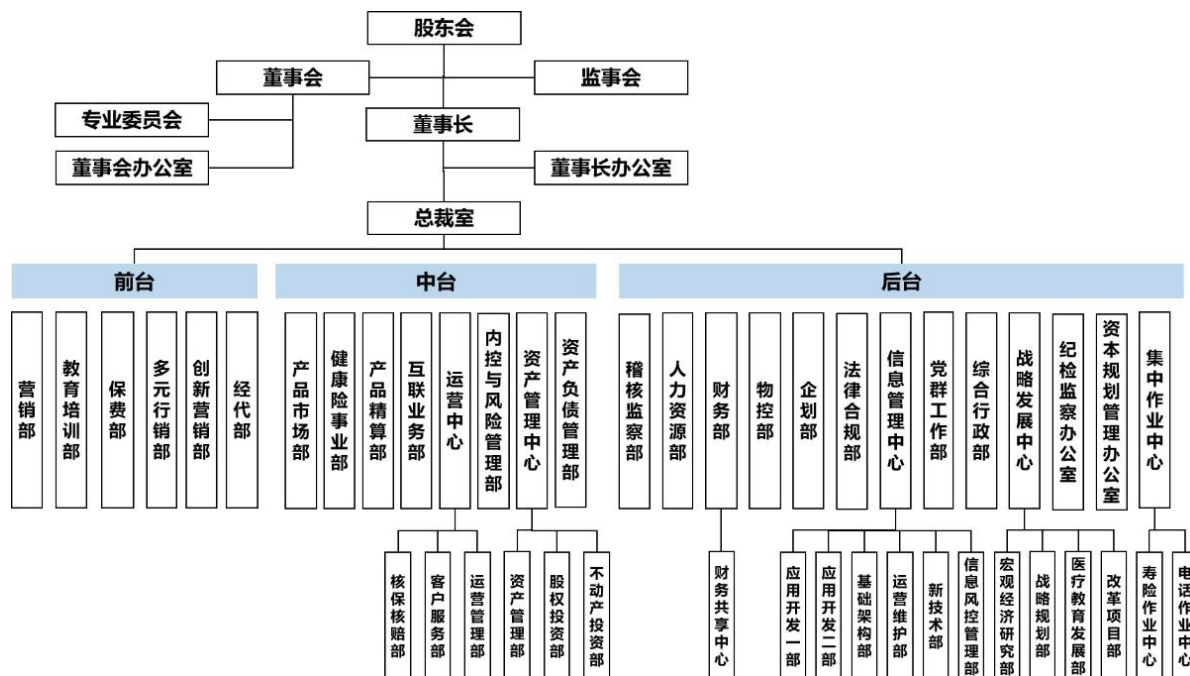
基于对合众人寿经营风险、财务风险、外部支持及债券偿付能力等方面的综合分析评估，联合资信确定维持合众人寿主体长期信用等级为 AA-，维持“21 合众人寿”债券信用等级为 A+，评级展望为稳定。

附录 1 2022 年 3 月末公司股权结构图

合众人寿保险股份有限公司	日本太阳生命保险株式会社 (3.307%)	T&D Holdings, Inc. (100%)			
	西藏天信杰科技有限公司 (4.435%)	北京中新地缘投资有限公司 (51.52%)	程树峰 (0.56%)		
			田野 (99.44%)		
		合众人寿保险股份有限公司工会委员会 (48.48%)			
	西藏德凡创业投资管理有限 公司 (13.865%)	张驰 (4.96%)			
		郑冬冰 (7.95%)			
		北京众合东方投资有限公司 (87.09%)	郑冬冰 (100%)		
	西藏楚汉经贸有限公司 (13.859%)	赵洪阁 (4.08%)			
		陈国荣 (4.06%)			
		泰好商业零售有限公司 (91.86%)	赵洪阁 (100%)		
	斯迈特投资有限责任公司 (18.478%)	西藏比利斯科技发展 有限公司 (17.19%)	拉萨赞比达 科技发展有 限公司 (100%)	姜涛 (100%)	
		北京成祥天友建筑设计有限公司 (82.81%)		姜涛 (100%)	
中发实业 (集团) 有限公司 (46.056%)	西藏中发产业发 展有限公司 (100%)	中发金控投 资管理有限 公司 (100%)	西藏中发实业 有限公司 (100%)	戴皓 (60%)	
				戴迪 (30%)	
				靳宇 (10%)	

资料来源：合众人寿提供，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：合众人寿提供，联合资信整理

附录3 同业对比表

2021年指标	横琴人寿	国联人寿	北京人寿	合众人寿
总资产（亿元）	254.63	142.70	110.93	1501.91
所有者权益（亿元）	18.36	23.60	11.75	68.86
保险业务收入（亿元）	67.86	45.47	34.61	282.63
原保险保费收入市场份额（%）	0.22	0.15	0.11	0.90
营业收入（亿元）	79.63	52.46	41.70	333.59
净利润（亿元）	0.11	-2.11	0.02	-5.24
平均净资产收益率（%）	0.65	-8.53	0.16	--
综合偿付能力充足率（%）	178.00	162.00	163.00	109.47
核心偿付能力充足率（%）	133.82	126.00	163.00	144.79

注：“横琴人寿”为“横琴人寿保险股份有限公司”简称；“国联人寿”为“国联人寿保险股份有限公司”简称；“北京人寿”为“北京人寿保险股份有限公司”简称

数据来源：各公司公开年报、Wind、中国银行保险监督管理委员会

附录 4 人身保险公司主要财务指标计算公式

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

附录 5-1 保险公司主体长期信用等级设置及含义

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

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

具体等级设置和含义如下表。

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

附录 5-2 保险公司中长期债券信用等级设置及含义

联合资信保险公司中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

附录 5-3 评级展望设置及含义

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

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