



中华联合人寿保险股份有限公司2023年资本补充债券2024年跟踪评级报告

CSCI Pengyuan Credit Rating Report



中证鹏元资信评估股份有限公司
CSCI Pengyuan Credit Rating Co., Ltd.

让评级彰显价值



信用评级报告声明

除因本次评级事项本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构及评级从业人员与评级对象不存在任何足以影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级从业人员已履行尽职调查义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正原则，但不评级对象及其相关方提供或已正式对外公布信息的合法性、真实性、准确性和完整性作任何保证。

本评级机构依据内部信用评级标准和工作程序对评级结果作出独立判断，不受任何组织或个人的影响。

本评级报告观点仅为本评级机构对评级对象信用状况的个体意见，不作为购买、出售、持有任何证券的建议。本评级机构不对任何机构或个人因使用本评级报告及评级结果而导致的任何损失负责。

本次评级结果自本评级报告所注明日期起生效，有效期为被评证券的存续期。同时，本评级机构已对受评对象的跟踪评级事项做出了明确安排，并有权在被评证券存续期间变更信用评级。本评级机构提醒报告使用者应及时登陆本公司网站关注被评证券信用评级的变化情况。

本评级报告版权归本评级机构所有，未经授权不得修改、复制、转载和出售。除委托评级合同约定外，未经本评级机构书面同意，本评级报告及评级结论不得用于其他债券的发行等证券业务活动或其他用途。

中证鹏元资信评估股份有限公司

中华联合人寿保险股份有限公司2023年资本补充债券2024年跟踪评级报告

评级结果

	本次评级	上次评级
主体信用等级	AA	AA
评级展望	稳定	稳定
23 联合人寿资本补充债 01	AAA	AAA

评级观点

- 中证鹏元维持中华联合人寿保险股份有限公司（以下简称“中华人寿”或“公司”）的主体信用等级为 AA，维持评级展望为稳定，维持“23 联合人寿资本补充债 01”（以下简称“本期债券”）信用等级为 AAA。
- 上述等级的评定是考虑到公司作为中华联合保险集团股份有限公司（以下简称“中华保险”或“集团”）下属人身险经营主体，在经营管理、业务拓展及资本补充等方面持续获得股东有力支持；公司继续推动价值转型，期交保费占比持续上升；中华保险对本期债券的还本付息提供担保，显著提升了本期债券的安全性。同时中证鹏元也关注到本期债券的本金和利息的受偿顺序在保单责任及其他普通负债之后，同时设有本息递延支付条款；2023 年公司保险业务收入和投资收益均有下降，叠加退保金以及保险责任准备金提取规模较大，当年净亏损规模进一步扩大；部分投资资产发生违约，投资资产质量承压；2023 年末核心偿付能力充足率继续下滑至较低水平，公司面临的资本补充压力仍较大。

评级日期

2024 年 7 月 26 日

未来展望

- 预计未来公司业务经营保持稳定。综合考虑，中证鹏元给予中华人寿稳定的信用评级展望。

主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2023	2022	2021
资产总额	318.22	262.57	205.23
负债总额	304.62	243.70	191.69
寿险责任准备金	178.33	135.52	86.25
所有者权益合计	13.60	18.87	13.54
营业收入	47.48	49.44	20.62
已赚保费	42.85	43.62	13.89
投资收益	4.43	5.97	6.56
公允价值变动损益	0.15	(0.21)	0.12
净利润	(6.23)	(2.51)	(0.68)
综合收益总额	(5.27)	(2.67)	(0.28)
内含价值	29.28	32.72	20.46
新业务价值率	8.24%	9.14%	8.11%
综合退保率	5.76%	2.84%	1.68%
净资产收益率	(38.38%)	(15.51%)	(4.95%)
综合投资收益率	3.05%	3.31%	6.08%
核心偿付能力充足率	71.66%	95.78%	115.85%
综合偿付能力充足率	127.56%	123.31%	156.83%

注：公司自 2022 年起开始执行偿二代二期相关要求，2022 年末偿付能力充足性相关指标均为偿二代二期下口径。

资料来源：公司 2021-2023 年审计报告，2021-2023 年四季度偿付能力报告（审计后）及公司提供，中证鹏元整理

联系方式

项目负责人：王延淋
wangyanlin@cspengyuan.com

项目组成员：张新宇
zhangxy@cspengyuan.com

项目组成员：张寒柳
zhanghl@cspengyuan.com

评级总监：

联系电话：0755-82872897

优势

- **公司作为中华保险下属人身险经营主体，在经营管理、业务拓展及资本补充等方面持续获得股东有力支持。**中华人寿是中华保险下属人身险公司，实际控制人为中国东方资产管理股份有限公司（以下简称“东方资管”），在经营管理、业务拓展及资本补充等方面持续获得股东大力支持；2024年5月中华保险及其子公司中华联合财产保险股份有限公司（以下简称“中华财险”）按原持股比例对公司合计增资3.00亿元，公司资本实力得到增强。
- **公司继续推动价值转型，期交保费占比持续上升。**公司持续推动价值转型，2023年仍以增额终身寿险等长期期交业务为主，期交（含期交首年和期交续期）保费占比同比上升5.33个百分点至89.65%。
- **中华保险对本期债券的还本付息提供担保，显著提升了本期债券的安全性。**经中证鹏元综合评定，中华保险的主体信用等级为AAA，中华保险对本期债券提供本息全额无条件不可撤销的连带责任保证担保，有效提升了本期债券的信用水平。

关注

- **本期债券的本金和利息的受偿顺序在保单责任及其他普通负债之后，同时设有本息递延支付条款。**本期债券为公司发行的资本补充债券，债券的本金和利息的偿付顺序在保单责任及其他普通负债之后、公司股权资本等核心资本之前；同时，本期债券设有本息递延支付条款，公司仅在确保偿付本期债券本金或利息后，偿付能力充足率不低于监管要求的前提下，才能偿付本期债券的本金或利息；否则对应本金或利息将被递延支付，并在确保支付后的公司偿付能力充足率不低于监管要求的前提下，才能支付被递延的对应本金或利息。
- **2023年公司保险业务收入和投资收益均有下降，叠加退保金以及保险责任准备金提取规模较大，当年净亏损规模进一步扩大。**受偿付能力限制及资本市场波动影响，2023年公司保险业务收入和投资收益均有下降；同时，部分产品集中退保，退保金同比显著上升，叠加无风险利率持续下行导致公司提取寿险责任准备金继续保持较大规模，2023年公司净利润为-6.23亿元，亏损规模进一步扩大，需持续关注资本市场波动、无风险利率持续下行及行业竞争加剧等因素对公司投资收益和盈利能力的影响以及所面临的利差损风险。
- **部分投资资产发生违约，投资资产质量承压。**2023年以来，公司新增2笔关注类信托计划，投资金额合计1.83亿元，均为商业地产项目。截至2023年末，公司持有的1笔公司债、1笔不动产投资计划及6笔信托计划已出现违约或逾期，账面余额合计9.40亿元；公司针对上述逾期或违约的风险项目已计提减值准备1.09亿元，需持续关注公司投资资产质量变化情况及风险投资项目的处置回收进度。
- **2023年末核心偿付能力充足率继续下滑至较低水平，公司面临的资本补充压力仍较大。**受经营持续亏损影响，截至2023年末公司权益总额同比下降27.94%至13.60亿元，核心偿付能力充足率同比下降24.12个百分点至71.66%，处于较低水平。考虑到未来业务对资本的持续消耗，公司面临的资本补充压力仍较大。

同业比较（单位：亿元）

指标	中华人寿	国联人寿	北京人寿	国富人寿
资产总额	318.22	233.15	230.73	128.71
所有者权益合计	13.60	1.76	16.25	9.86
已赚保费	42.85	82.16	54.79	21.61
投资收益	4.43	9.50	9.00	4.74
净利润	(6.23)	(2.24)	0.12	(2.25)
净资产收益率	(38.38%)	(64.60%)	0.69%	(20.24%)
核心偿付能力充足率	71.66%	75.65%	95.31%	110.85%
综合偿付能力充足率	127.56%	140.53%	179.35%	139.23%

注：以上各指标均为2023年（末）数据；国联人寿指国联人寿保险股份有限公司，北京人寿指北京人寿保险股份有限公司，国富人寿指国富人寿保险股份有限公司。

资料来源：公开资料，中证鹏元整理

本次评级适用评级方法和模型

评级方法/模型名称	版本号
人身保险公司信用评级方法和模型	cspy_ffmx_2022V1.0
金融企业外部特殊支持评价方法和模型	cspy_ffmx_2022V1.0

注：上述评级方法和模型已披露于中证鹏元官方网站。

本次评级模型打分表及结果

评价要素	评分结果	评价要素	评分结果
支柱 1：经营与竞争	4/7	支柱 3：资本形成	11/17
支柱 2：管理和内控	5/7	支柱 4：偿付能力及流动性	14/17
特殊事项调整	无	调整幅度	0
个体信用状况			aa-
外部特殊支持			+1
主体信用等级			AA

本次跟踪债券概况

债券简称	发行规模（亿元）	债券余额（亿元）	上次评级日期	债券到期日期
23 联合人寿资本补充债 01	6.00	6.00	2024-06-27	2033-06-29

跟踪评级原因

根据监管部门规定及中证鹏元对本期债券的跟踪评级安排，进行本次定期跟踪评级。

跟踪期内受评主体变化情况

2024 年我国经济取得良好开局，内部结构分化，强化宏观政策逆周期和跨周期调节，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策

2024 年以来，在宏观政策持续发力下，政策效应不断显现，一季度我国经济延续回升向好态势，为全年增长目标的实现打下良好基础。一季度实际 GDP 同比增长 5.3%，增速超预期，名义 GDP 同比增长 4.2%，内部结构分化；城镇调查失业率同比下降，价格水平处在低位；社融和信贷合理增长，加大逆周期调节；财政收支压力仍大，发力偏慢；工业生产和服务业平稳增长，消费持续修复，出口景气度回升，制造业投资表现亮眼，基建投资保持韧性，地产投资仍处谷底。

宏观政策要强化逆周期和跨周期调节，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，加强政策工具创新和协调配合。货币政策要保持流动性合理充裕，通过降息和降准等方式推动实体经济融资成本稳中有降；在结构上继续发力，加大对重大战略、重点领域和薄弱环节的支持力度；防止资金空转沉淀，畅通货币政策传导机制，提高资金使用效率；央行在二级市场开展国债买卖，可以作为一种流动性管理方式和货币政策工具储备。积极的财政政策要适度加力、提质增效，将增发国债早日形成实物工作量，加快发行地方政府专项债券，持续推动结构性减税降费。另外，今年开始连续几年发行超长期特别国债，今年发行 1 万亿元，用于国家重大战略实施和重点领域安全能力建设，关注后续发行方式和时间。基础设施投资类企业融资监管延续偏紧，分类推进市场化转型，建立同高质量发展相适应的政府债务管理机制，持续落地“一揽子化债方案”。房地产领域加大因城施策力度，激发刚性和改善性住房需求；进一步推动城市房地产融资协调机制落地见效，一视同仁支持房地产企业合理融资需求；重点做好保障性住房、城中村改造、“平急两用”公共基础设施“三大工程”的建设，完善“市场+保障”的住房供应体系，逐步建立房地产行业新发展模式。

当前国内正处在产业转型升级的关键期，要大力发展新质生产力，牢牢把握高质量发展这个首要任务。内外部环境依然复杂严峻，欧美经济出现分化，欧洲经济和通胀放缓，美国通胀粘性依然较强，降息推迟，叠加大国博弈和地缘政治冲突等，不确定性和难预料性增加。国内房地产行业依旧处在调整中，有效需求不足和信心偏弱，要进一步激发经营主体活力，增强发展内生动力。综合来看，尽管当前面临不少困难挑战，但许多有利条件和积极因素不断累积，我国发展具有坚实基础、诸多优势和巨大潜能，长期向好的趋势不会改变，完全有条件推动经济实现质的有效提升和量的合理增长。

2023 年人身险行业原保险保费收入较快增长，头部险企维持较高的市场份额，但需关注监管政策变化导致的中短期内保单销售压力；受无风险利率下降、信用风险事件频发以及股票市场波动较大等

因素影响，人身险公司盈利水平承压；行业偿付能力整体处于充足水平，但部分险企面临资本补充压力

受益于增额终身寿产品市场需求增长等因素，2023年人身险行业实现原保费收入35,379亿元，同比增速为10.25%，恢复较快增长态势。从保费结构来看，2023年人身险公司寿险业务实现原保险保费收入27,646亿元，同比增长12.75%；健康险业务实现原保险保费收入7,283亿元，同比增长2.97%；意外险业务实现原保险保费收入450亿元，同比下降9.82%。2023年，寿险、健康险和意外险占总保费收入比重由2022年的76:22:2调整至78:21:1，寿险收入占比进一步提升。2023年，五大上市险企人身险保费收入合计占总保费收入的比重为45.44%，头部险企依托于品牌影响力、对销售渠道的控制力、较强的产品设计和定价能力等方面优势，仍维持较高的市场份额，中小险企未来仍然面临较大的竞争压力。

2023年保险行业资金运用余额保持增长，2023年末保险行业资金运用余额合计27.67万亿元，同比增长10.47%。投资资产结构较为稳定，银行存款、债券投资等固定收益类投资占保险资金运用余额比例长期稳定在50%左右；股票及基金等权益投资比例稳定在10%-15%；其他投资占比保持在30%左右，但受偿二代二期实施以及监管加强对非标产品投资的限制，叠加非标产品市场供给不足等因素影响，其他投资占比整体呈下降趋势。

在无风险利率下行以及资本市场波动加剧的背景下，近年来，人身险公司投资端表现不佳，行业面临的利差损风险增加，叠加利率下行导致准备金增提，行业整体盈利水平承压。与此同时，监管部门通过下调预定利率等多种手段，降低人身险公司负债端成本，防范利差损风险。2023年以来，监管部门多次通过窗口指导以及系统内下发文件等形式规范人身保险公司银行代理渠道业务，推动银保渠道费用“报行合一”¹的落地，要求保险公司科学审慎制定假设并列明附加费用率的期限和结构，明确附加费用率为可用的总费用水平，包含向银行支付的佣金率、银保专员的薪酬激励、培训及客户服务费、分摊的固定费用等内容，其中佣金率应列明上限。预定利率下调以及“报行合一”等政策的发布和实施，有助于保险公司降低经营成本、提升负债质量，降低利差损以及费差损风险，从而推动保险行业的高质量、可持续发展，但中短期内或给保单销售带来一定冲击。

截至2023年末，纳入统计范围的人身险公司平均综合偿付能力充足率为186.7%，行业偿付能力整体保持充足水平。2023年9月，国家金融监督管理总局发布了《关于优化保险公司偿付能力监管标准的通知》，内容包括对不同资产规模的保险公司实行差异化监管，放宽险企的最低资本要求等，部分险企的偿付能力压力得到一定缓解。但随着近年来业务转型、资本市场波动及监管政策趋严等因素对人身险公司的偿付能力提出了更高要求，部分险企仍面临一定的资本补充压力。

公司原董事长到龄辞任，新任董事长任职资格尚待监管核准；公司持续优化风险管理体系，但资

¹ “报行合一”指保险公司报备给监管部门的手续费用的取值范围和使用规则需要与实际使用保持一致。

本市场波动加剧、监管政策趋严以及行业竞争加剧等因素均对其内部管理和风险管理能力提出了更高要求

2023年，公司股权结构未发生变化；2024年5月，中华保险及其子公司中华财险按原持股比例对公司合计增资3.00亿元。截至2024年5月末，中华人寿注册资本和实收资本均增至29.00亿元，中华保险和中华财险持股比例分别为80.00%和20.00%，增资后控股股东和实际控制人未发生变化。

因年龄原因，2023年7月公司原董事长孙玉淳先生辞去董事长及相关专业委员会职务。经公司第三届董事会第四十三次会议（临时）审议通过，选举董事邵晓怡女士为公司董事长并代为履行董事长职务，其任职资格尚待国家金融监督管理总局北京监管局核准。

2023年，公司各部门按照相应职责要求，完成了2023年度风险偏好体系传导及优化、2023年度风险排查等工作；持续推进2022年SARMRA现场评估整改工作，并开展2023年度自评估，评估期间为2022年10月1日至2023年9月30日，自评估结果为90.53分；同时持续加强关键风险指标监测，进一步完善风险管理信息系统；修订偿付能力风险管理制度，持续优化风险管理体系。关联交易方面，2023年公司累计关联交易发生规模合计2.57亿元，其中资金运用类关联交易为1.28亿元，服务类关联交易为0.72亿元，保险业务类关联交易为0.58亿元。2023年第1-2季度公司风险综合评级结果为BB类，第3-4季度风险综合评级结果下滑至B类，主要是偿付能力以及内源性资本占比指标扣分较多导致。在资本市场波动加剧、监管政策趋严以及行业竞争加剧的背景下，公司内部管理和风险管理能力仍有待持续提高。

受监管政策变化及偿付能力不足限制影响，公司保费收入同比有所下滑，市场份额仍较小；公司持续推进价值转型，期交保费占比继续上升；目前销售渠道仍集中于银保渠道和创新及中介渠道，渠道多元化程度和渠道掌控力均有待持续提升

2023年以来，公司继续坚持“稳发展、强管理、谋创新、增资本”的经营思路，重点以效益为核心，进一步优化结构，提升发展质量，控制经营风险，以推动保险业务发展；继续采取以银保、中介为主的多渠道发展策略，但个险和团险等渠道发展尚不成熟。截至2023年末，公司在北京、新疆、四川、天津设立了4家分公司，在石家庄、乌鲁木齐等地设立了6家中心支公司，业务范围聚焦新疆及京津冀等区域。受制于较低的偿付能力充足率，公司保险业务开展受到一定约束，2023年公司规模保费为58.81亿元，同比下降11.90%；原保险保费收入同比下降11.94%至57.39亿元，市场份额为0.16%，市场份额仍较小且同比下滑0.04个百分点。

2023年以来，公司继续顺应保险行业回归保障本源趋势，坚持价值转型，不断优化产品结构，重点推进终身寿险等传统险产品的研发迭代，逐步丰富以长期保障型产品为主的产品体系。2023年，公司结合市场行情与客户需求，加大增额终身寿险的销售力度，但受制于偿付能力压力，传统寿险规模保费同比下降6.70%至48.29亿元，其保费贡献度同比上升4.57个百分点至82.13%，仍为公司第一大险种；受长

期健康险新单保费增长乏力影响，长期健康险规模保费同比下降4.64%至4.58亿元，但保费贡献度小幅上升至7.80%；公司持续压降趸交型分红险销售，分红险保费规模及贡献度同比均有所下降；万能险规模保费同比小幅下降，其在规模保费中的占比与2022年持平。现阶段公司意外险和短期健康险的规模保费及占比均较小，2023年规模保费合计1.38亿元，规模保费贡献度合计2.35%，同比有所下降。

表1 公司规模保费险种结构（单位：亿元）

项目	2023年		2022年		2021年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
传统寿险	48.29	82.13%	51.77	77.56%	41.06	76.34%
长期健康险	4.58	7.80%	4.81	7.20%	4.10	7.62%
分红险	3.13	5.32%	6.42	9.61%	5.02	9.34%
万能险	1.41	2.40%	1.60	2.40%	2.15	4.00%
意外险和短期健康险	1.38	2.35%	2.15	3.22%	1.45	2.69%
合计	58.81	100.00%	66.75	100.00%	53.79	100.00%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

从期限结构看，2023年公司仍以增额终身寿险等长期期交业务为主，但偿付能力不足限制了新业务的开展，保费收入主要依靠续期保费拉动，新单规模保费同比显著下降，2023年公司新单规模保费合计12.05亿元，同比下降60.68%；其中期交首年保费同比大幅下降70.45%至5.96亿元，在规模保费中的占比下降20.10个百分点至10.14%；趸交保费同比下降41.84%至6.09亿元，占比持续下降至10.35%；期交续期保费占比显著上升25.42个百分点至79.50%，期交保费占比同比上升5.33个百分点，保持在较高水平。同时也需关注增额终身寿险产品销售规模的增长以及产品保费占比的上升对公司负债端成本造成的压力。

表2 公司规模保费期限结构（单位：亿元）

项目	2023年		2022年		2021年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
期交保费	52.72	89.65%	56.28	84.32%	44.44	82.63%
期交续期保费	46.75	79.50%	36.09	54.08%	26.83	49.88%
期交首年保费	5.96	10.14%	20.18	30.24%	17.61	32.74%
趸交保费	6.09	10.35%	10.47	15.68%	9.34	17.37%
合计	58.81	100.00%	66.75	100.00%	53.79	100.00%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

银保渠道作为公司最主要的业务渠道，规模保费贡献度保持在50%以上。公司聚焦工、建、农三大国有银行，并加强与招商银行股份有限公司、中国民生银行股份有限公司及大连银行股份有限公司（以下简称“大连银行”）等银行的业务拓展。截至2023年末，银保渠道合作签约网点为5,631个、银行保险销售人员为339人，同比均有所下滑。受“报行合一”政策及预定利率下调影响，部分不符合规定的产品下架且新老产品衔接不顺畅，2023年公司银保渠道保费收入同比下降20.24%至30.58亿元，对规模保费的贡献度同比继续下降5.44个百分点至52.01%。

随着投入力度的持续增加，公司创新及中介渠道规模保费及贡献度保持增长。2023年公司继续维护与大型中介公司的合作关系，并与具有地域优势的中小型中介公司合作，通过签署品质协议等方式，提升渠道业务规模与业务品质。同时，公司创新业务聚焦为养老市场提供产品和服务，建立了“保险+互联网+养老”的创新模式。2023年，公司创新及中介渠道规模保费同比小幅增长2.36%至23.41亿元，保费贡献度上升至39.81%。

公司个险渠道起步较晚，发展尚不成熟，目前业务区域聚焦于新疆市场。受行业代理人清虚等因素影响，公司销售人力呈现负增长，截至2023年末，公司代理人人数下降至588人。受益于2023年增额终身寿险市场需求上升，公司个险渠道的规模保费及其贡献度同比均略有上升，但仍处于较低水平。多元渠道方面，2023年公司坚持“传统团险业务市场化、职域业务价值化”的发展策略，但其规模保费及保费贡献度仍较小且同比均有所下降。

表3 按渠道划分的规模保费结构（单位：亿元）

项目	2023年		2022年		2021年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
银保渠道	30.58	52.01%	38.34	57.45%	31.82	59.16%
创新及中介渠道	23.41	39.81%	22.87	34.27%	17.36	32.28%
个险渠道	2.65	4.51%	2.63	3.94%	2.30	4.27%
多元渠道	2.16	3.67%	2.90	4.35%	2.31	4.29%
合计	58.81	100.00%	66.75	100.00%	53.79	100.00%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

2023年公司新业务价值及新业务价值率同比均有所下降，受部分产品进入集中退保期影响，退保金和综合退保率同比上升较为明显，需持续关注未来退保情况²

2023年公司坚持价值导向理念，以高价值的长期期交型产品为主，但偿付能力不足制约新单保费规模增长，且保障型产品市场需求不足，新业务价值和内含价值同比均有所下降。2023年，公司新业务价值同比下降64.17%至0.99亿元，新业务价值率为8.24%，同比下降0.90个百分点。截至2023年末，公司内含价值为29.28亿元，同比下降10.52%。

表4 公司内含价值情况（单位：亿元）

项目	2023年	2022年	2021年
内含价值	29.28	32.72	20.46
有效业务价值	5.14	5.94	3.44
新业务价值	0.99	2.77	2.17
新业务价值率	8.24%	9.14%	8.11%

² 以下分析中所引用财务数据为中华人寿经普华永道中天会计师事务所（特殊普通合伙）北京分所审计并出具标准无保留意见的2021-2023年审计报告。截至2023年末，公司无纳入合并范围的子公司。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

受部分银保渠道终身寿险产品进入集中退保期影响，2023 年公司退保金同比大幅增长 161.05%至 11.44 亿元，综合退保率同比上升 2.92 个百分点至 5.76%，需持续关注公司未来退保情况。赔付支出方面，2023 年公司赔付支出同比增长 47.64%至 3.31 亿元，主要为年金给付及死伤医疗给付支出增长所致。2023 年以来，公司加大各渠道续保指标考核，完善业务品质管理方法，2023 年个险及银保渠道 13 个月保单继续率同比分别上升至 87.11%和 95.36%，但 25 个月保单继续率同比均有所下降。

表5 公司赔付及退保情况（单位：亿元）

项目	2023 年	2022 年	2021 年
退保金	(11.44)	(4.38)	(1.66)
赔付支出	(3.31)	(2.24)	(1.57)
综合退保率	5.76%	2.84%	1.68%
13 个月保单继续率（个险）	87.11%	85.00%	69.10%
13 个月保单继续率（银保）	95.36%	91.57%	94.47%
25 个月保单继续率（个险）	88.40%	91.00%	91.27%
25 个月保单继续率（银保）	96.99%	97.40%	97.44%

资料来源：公司 2021-2023 年审计报告及公司提供，中证鹏元整理

公司投资资产规模保持快速增长，仍以固定收益类资产为主；2023 年以来公司根据市场行情增配权益类资产，继续压降非标类资产占比；但部分非标投资已逾期，需关注公司投资资产质量变化情况及风险投资项目的处置回收进度

除少部分自营股权投资外，公司其余投资均委托中华保险下属资产管理中心进行管理。公司投资资产规模保持增长，目前整体维持以固定收益类资产为主的投资资产配置结构，同时加强流动性管理，通过做好权益类资产动态配置以灵活应对市场变化。截至 2023 年末，公司投资资产合计 203.58 亿元，同比增长 25.16%；其中现金及流动性管理工具规模同比大幅增长 98.57%至 11.08 亿元，占比同比上升至 5.44%。截至 2023 年末，公司固定收益类资产合计 126.70 亿元，同比增长 23.74%；在投资资产中的占比为 62.24%，占比同比基本保持稳定。固定收益类资产主要包括债券和固收类保险资管产品等，其中债券持仓合计 116.89 亿元，主要为政府债、公司债、企业债和金融债，企业债和公司债主要投向基础设施建设、综合、交通运输等行业，所投债券外部债项信用等级以 AA 级以上为主。2023 年以来固定收益类投资资产配置结构有所变化，公司加大对政府债和金融债的投资力度，以提高投资资产的安全性。

公司权益类资产主要包括未上市企业股权、基金和股票等。2023 年公司结合对经济市场的判断，利用市场下跌机会布局二级市场股票和基金，并增配私募股权基金；其中，股票主要涉及食品饮料、医药生物等行业，私募股权基金主要涉及物流、生物医药、智能制造等行业。截至 2023 年末，公司权益类资产合计 25.42 亿元，同比增长 196.62%，在投资资产中的占比同比上升 7.22 个百分点至 12.49%。权益类资产与宏观经济走势、资本市场及行业政策等因素紧密相关，未来需进一步关注市场变化对相关资产收益的影响。

公司非标类资产包括基础设施投资计划、信托计划和不动产类债权投资计划等，信托计划底层资产主要为一线城市成熟物业和城投类企业借款，基础设施投资计划和不动产类债权投资计划的底层资产主要为基础设施建设项目和房地产项目等。2023 年公司继续压降非标类资产占比，截至 2023 年末，公司非标类资产余额为 40.37 亿元，同比下降 12.43%，在投资资产中的占比同比继续下降 8.51 个百分点至 19.83%。2023 年以来，公司新增 2 笔关注类信托计划，投资金额合计 1.83 亿元，均为商业地产项目。截至 2023 年末，公司持有的 1 笔公司债、1 笔不动产投资计划及 6 笔信托计划已出现违约或逾期，账面余额合计 9.40 亿元，项目底层资产主要涉及房地产与建筑行业，投资项目的抵押物较为充足，目前公司针对上述出现逾期或违约风险的项目已计提减值准备 1.09 亿元，仍需持续关注上述项目的处置回收情况。近年我国资本市场非标产品延期兑付和违约事件频发，在经济增长承压、房地产行业持续低迷以及部分地区信用风险持续暴露的背景下，需关注相关投资资产信用状况对公司资产质量及投资收益的影响。

表6 公司投资资产结构情况（单位：亿元）

项目	2023 年		2022 年		2021 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
现金及流动性管理工具	11.08	5.44%	5.58	3.43%	16.53	12.56%
其中：流动性管理工具	6.73	3.31%	4.00	2.46%	4.18	3.17%
活期存款	4.35	2.14%	1.58	0.97%	12.36	9.38%
固定收益类资产	126.70	62.24%	102.39	62.95%	66.33	50.37%
其中：债券	116.89	57.42%	72.51	43.57%	56.73	43.07%
定期存款	5.90	2.90%	5.20	3.20%	3.60	2.73%
固收类保险资管产品	2.91	1.43%	8.43	5.18%	6.01	4.56%
资产证券化产品	1.01	0.50%	0.00	0.00%	0.00	0.00%
权益类资产	25.42	12.49%	8.57	5.27%	6.27	4.76%
其中：未上市股权	15.10	7.42%	8.21	5.05%	1.83	1.39%
基金	6.83	3.36%	0.34	0.21%	1.25	0.95%
股票	3.49	1.71%	0.02	0.02%	3.19	2.42%
非标类资产	40.37	19.83%	46.10	28.34%	42.55	32.31%
其中：基础设施投资计划	17.38	8.54%	9.00	5.53%	5.00	3.80%
信托计划	15.79	7.76%	25.57	15.72%	21.84	16.59%
不动产类债权投资计划	4.02	1.97%	11.53	7.09%	15.70	11.93%
投资性房地产	3.18	1.56%	0.00	0.00%	0.00	0.00%
投资资产合计	203.58	100.00%	162.65	100.00%	131.68	100.00%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

2023 年，公司利用市场下跌行情增配权益类资产，但受权益市场持续下行影响，公司权益类资产估值下跌，投资收益同比下降 25.70% 至 4.43 亿元，投资收益率和综合投资收益率同比分别下降至 2.37% 和 3.05%。未来需持续关注信用风险存续暴露及资本市场波动加剧对公司投资资产回报可能产生的影响。

表7 公司投资收益情况（单位：亿元）

项目	2023年	2022年	2021年
投资收益	4.43	5.97	6.56
公允价值变动损益	0.15	(0.21)	0.12
投资收益率	2.37%	3.44%	5.57%
综合投资收益率	3.05%	3.31%	6.08%

资料来源：公司 2021-2023 年审计报告及公司提供，中证鹏元整理

2023年公司保险业务收入和投资收益均有下降，叠加退保金以及保险责任准备金提取规模较大，当年净亏损规模进一步扩大，需持续关注公司未来盈利表现以及经营亏损对资本的进一步侵蚀

2023年以来公司继续进行渠道价值转型，但受制于较低的偿付能力充足率，公司新业务开展受到一定负面影响。2023年，公司保险业务收入同比下降 11.89%至 57.39 亿元；公司调整再保险安排，分出保费规模为 14.56 亿元，同比下降 32.28%；已赚保费同比小幅下降至 42.85 亿元；因权益市场下行，投资收益同比有所下降；受上述因素综合影响，当年公司营业收入同比下降 3.96%至 47.48 亿元。

费用支出方面，2023年，受集中退保及满期给付支出增长影响，公司退保金及赔付支出同比均有不同程度增长；受新单保费大幅收缩影响，提取保险责任准备金同比下降 11.65%至 44.97 亿元，但仍保持在较大规模，手续费及佣金支出同比大幅下降 63.39%至 4.67 亿元；因分保业务规模收缩，摊回保险责任准备金同比大幅下降 59.57%至 9.69 亿元。在上述因素综合影响下，2023 年公司营业支出同比小幅增长 2.84%至 53.45 亿元；营业费用率继续下降 10.80 个百分点至 13.59%，成本管控能力有所提升。

受上述因素综合影响，2023 年公司净亏损规模扩大至 6.23 亿元。得益于债券公允价值上升，2023 年公司其他综合收益增长至 0.96 亿元，但综合收益总额同比显著下滑至-5.27 亿元。公司未弥补亏损进一步扩大，盈利能力有待持续提升，需持续关注公司未来盈利表现以及经营亏损对资本的进一步侵蚀。

表8 公司主要盈利指标（单位：亿元）

项目	2023年	2022年	2021年
营业收入	47.48	49.44	20.62
其中：已赚保费	42.85	43.62	13.89
保险业务收入	57.39	65.14	51.64
分出保费	(14.56)	(21.50)	(37.79)
提取未到期责任准备金	(0.01)	(0.02)	0.04
投资收益	4.43	5.97	6.56
其他业务收入	0.03	0.04	0.05
营业支出	(53.45)	(51.97)	(21.27)
其中：退保金	(11.44)	(4.38)	(1.66)
赔付支出	(3.31)	(2.24)	(1.57)
提取保险责任准备金	(44.97)	(50.90)	(39.78)
摊回保险责任准备金	9.69	23.97	39.76

手续费及佣金支出	(4.67)	(12.75)	(11.09)
业务及管理费	(3.84)	(3.93)	(3.81)
营业利润	(5.97)	(2.54)	(0.65)
利润总额	(6.00)	(2.57)	(0.66)
净利润	(6.23)	(2.51)	(0.68)
其他综合收益的税后净额	0.96	(0.15)	0.40
综合收益总额	(5.27)	(2.67)	(0.28)
营业费用率	13.59%	24.39%	27.32%
总资产收益率	(2.15%)	(1.07%)	(0.43%)
净资产收益率	(38.38%)	(15.51%)	(4.95%)

资料来源：公司 2021-2023 年审计报告，中证鹏元整理

由于未弥补亏损进一步扩大，2023年公司核心偿付能力充足率大幅下降；2024年上半年完成的增资对提升偿付能力充足性提供了一定帮助，但考虑到未来业务对资本的持续消耗及资本市场波动等因素，公司面临的资本补充压力仍较大

随着保险业务规模扩大，公司认可资产及认可负债持续增长，2023年末分别为322.90亿元和289.86亿元，同比分别增长20.82%和23.49%。2023年，尽管年内监管政策³有所调整，但由于公司未弥补亏损进一步扩大导致2023年末权益总额同比下降27.94%至13.60亿元，公司核心资本下降至18.56亿元，核心偿付能力充足率同比下降24.12个百分点至71.66%，处于较低水平。2023年6月，公司发行了6.00亿元资本补充债，带动2023年末公司综合偿付能力充足率小幅上升至127.56%。

公司于2024年3月召开临时股东大会审议通过公司增加注册资本的事宜，同意公司注册资本由26.00亿元增至29.00亿元，增资后股东持股比例不变。2024年5月上述变更注册资本事项获国家金融监督管理总局北京监管局批复，5月29日公司发布公告称已依法办理完成工商营业执照变更工作。增资的完成对提升公司偿付能力充足性提供了一定帮助，但考虑到未来业务对资本的持续消耗及资本市场波动等因素，公司面临的资本补充压力仍较大。

表9 公司主要资本充足性指标（单位：亿元）

项目	2023年	2022年	2021年
认可资产	322.90	267.26	211.11
认可负债	289.86	234.73	188.22
实际资本	33.04	32.53	22.89
核心资本	18.56	25.27	16.91
最低资本	25.90	26.38	14.60
核心偿付能力充足率	71.66%	95.78%	115.85%
综合偿付能力充足率	127.56%	123.31%	156.83%

³2023年9月，国家金融监督管理总局发布《国家金融监督管理总局关于优化保险公司偿付能力监管标准的通知》，其中规定核心保单盈余占核心资本的比例上限由35%提高到40%。

资料来源：公司2021-2023年偿付能力报告（审计后），中证鹏元整理

外部支持分析

公司作为中华保险下属人身险经营主体，在经营管理、业务拓展及资本补充等方面持续获得股东有力支持

中证鹏元认为在公司面临困难时，中华保险向公司提供支持的意愿非常强，主要体现为：中华人寿作为中华保险旗下人身险公司，在中华保险业务板块中具有重要战略地位，得到了其在经营管理、业务拓展及资本补充等方面的有力支持。中华保险通过派遣管理干部的方式，提升公司的管理能力，加强公司与集团内企业的协同效应；目前中华人寿已与中华财险以及东方资管体系内板块紧密合作，开展业务对接。此外，2024年5月，中华保险及其子公司中华财险按原持股比例对公司合计增资3.00亿元，公司资本实力得到增强。

同时，中证鹏元认为中华保险提供支持的能力非常强，主要体现为：中华保险为成立于1986年7月的综合性保险金融集团，拥有财险、寿险金融牌照，控股股东为东方资管。截至2023年末，中华保险资产总额为1,063.83亿元，所有者权益合计206.07亿元，2023年营业收入和净利润分别为649.41亿元和0.93亿元，整体经营较为稳健。

本期债券偿还保障分析

本期债券的担保方中华保险股东背景雄厚、综合实力强，其为本期债券提供的本息全额无条件不可撤销的连带责任保证担保显著提升了本期债券的信用水平

本期债券由中华保险提供本息全额无条件不可撤销的连带责任保证担保，保证范围包括本期债券的本金、利息、违约金、损害赔偿金和实现债权的全部费用。如中华人寿不能按照本期债券约定的条款按期兑付本期债券的本金或到期利息，中华人寿和/或债券持有人有权向中华保险发出书面通知要求其履行保证责任。中华保险承担保证责任的期间为自本期债券发行首日至本期债券发行到期日后两年之日止。

中华保险成立于1986年，前身为新疆生产建设兵团农牧业生产保险公司。截至2023年末，中华保险注册资本和实收资本均为153.10亿元，东方资管直接持有中华保险51.01%的股权，为中华保险实际控制人。东方资管是由中华人民共和国财政部（以下简称“财政部”）、全国社保基金理事会共同发起设立的中央金融企业。其前身为中国东方资产管理公司，成立于1999年10月，于2016年9月改制为股份有限公司。截至2023年末，东方资管注册资本和实收资本均为682.43亿元，财政部持有其71.55%的股权；资产总额为12,720.56亿元，所有者权益合计1,614.79亿元，2023年营业收入和净利润分别为963.81亿元和24.01亿元，综合实力强。东方资管在国内中心城市设有26家分公司，并拥有中华保险、大连银行、东兴证券股份有限公司、大业信托有限责任公司、东方金诚国际信用评估有限公司、上海东兴投资控股发

展有限公司等主要子公司，员工总数逾五万人。中华保险其他股东包括辽宁成大股份有限公司、中国中车股份有限公司、富邦人寿保险股份有限公司等，均为其发展提供了不同程度支持。

目前，中华保险下设中华联合财产保险股份有限公司、中华人寿、万联电子商务股份有限公司、农联中鑫科技股份有限公司4家子公司；其中，财险公司保费规模位居国内财险市场第五位，农险业务、政策性健康险业务均居财险市场前三位。

受承保端和投资端因素综合影响，2023年中华保险净利润规模同比大幅下降，净资产收益率同比下降3.40个百分点至0.46%，需持续关注中华保险未来的盈利表现。偿付能力方面，截至2023年末，中华保险核心偿付能力充足率和综合偿付能力充足率分别为133.84%和174.57%，同比均有小幅上升，处于相对较高水平。

表10 中华保险主要财务数据和指标（单位：亿元）

项目	2023年	2022年	2021年
资产总额	1,063.83	1,006.06	904.93
负债总额	857.76	801.75	704.96
所有者权益合计	206.07	204.31	199.98
营业收入	649.41	606.23	567.77
已赚保费	633.49	587.02	523.50
投资收益	15.93	25.13	49.28
净利润	0.93	7.80	4.88
综合收益总额	2.87	5.26	4.95
净资产收益率	0.46%	3.86%	2.46%
核心偿付能力充足率	133.84%	133.00%	183.20%
综合偿付能力充足率	174.57%	170.25%	207.58%

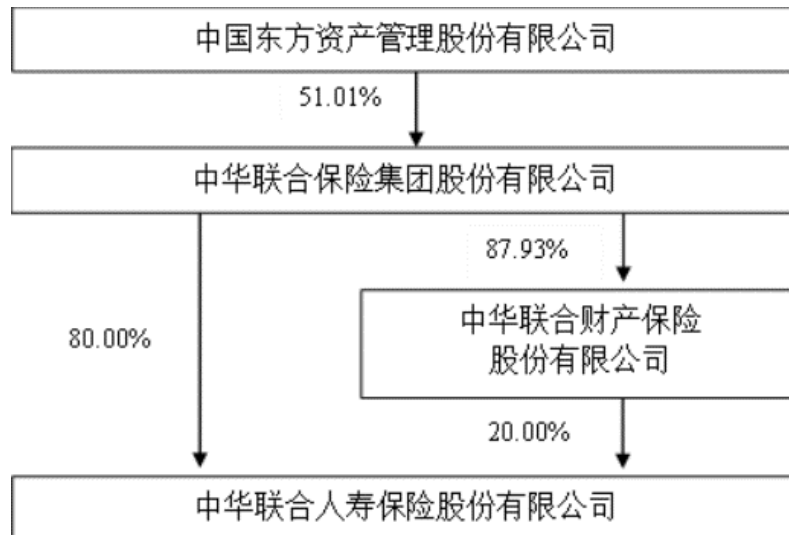
资料来源：中华保险 2021-2023 年审计报告、2021-2023 年四季度偿付能力报告（审计后），中证鹏元整理

经中证鹏元综合评定，中华保险的主体信用等级为AAA，其为本期债券提供本息全额无条件不可撤销的连带责任保证担保，显著提升了本期债券的安全性。

结论

综上，中证鹏元维持中华人寿的主体信用等级为AA，维持评级展望为稳定，维持“23联合人寿资本补充债01”的信用等级为AAA。

附录一 中华人寿股权结构图（截至 2024 年 5 月末）



资料来源：公司提供

附录二 中华人寿组织结构图（截至 2023 年末）



资料来源：公司提供

附录三 中华人寿主要财务数据和财务指标

财务数据（单位：亿元）	2023年	2022年	2021年
货币资金	5.73	1.85	12.36
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产	22.53	10.71	6.36
买入返售金融资产	5.35	3.37	0.03
可供出售金融资产	126.41	94.98	62.14
持有至到期投资	0.50	0.50	0.50
应收款项类投资	33.98	45.67	42.55
资产总额	318.22	262.57	205.23
保户储金及投资款	7.61	6.15	4.42
寿险责任准备金	178.33	135.52	86.25
其他负债	97.55	89.79	76.63
负债总额	304.62	243.70	191.69
其他综合收益	1.81	0.86	1.01
未分配利润	(14.22)	(7.99)	(5.47)
所有者权益合计	13.60	18.87	13.54
营业收入	47.48	49.44	20.62
已赚保费	42.85	43.62	13.89
投资收益	4.43	5.97	6.56
营业支出	(53.45)	(51.97)	(21.27)
退保金	(11.44)	(4.38)	(1.66)
赔付支出	(3.31)	(2.24)	(1.57)
提取保险责任准备金	(44.97)	(50.90)	(39.78)
手续费及佣金支出	(4.67)	(12.75)	(11.09)
业务及管理费	(3.84)	(3.93)	(3.81)
营业利润	(5.97)	(2.54)	(0.65)
利润总额	(6.00)	(2.57)	(0.66)
净利润	(6.23)	(2.51)	(0.68)
综合收益总额	(5.27)	(2.67)	(0.28)
财务指标（单位：亿元）	2023年	2022年	2021年
认可资产	322.90	267.26	211.11
认可负债	289.86	234.73	188.22
实际资本	33.04	32.53	22.89
最低资本	25.90	26.38	14.60
内含价值	29.28	32.72	20.46
新业务价值率	8.24%	9.14%	8.11%
核心偿付能力充足率	71.66%	95.78%	115.85%
综合偿付能力充足率	127.56%	123.31%	156.83%

综合退保率	5.76%	2.84%	1.68%
总资产收益率	(2.15%)	(1.07%)	(0.43%)
净资产收益率	(38.38%)	(15.51%)	(4.95%)
投资收益率	2.37%	3.44%	5.57%
综合投资收益率	3.05%	3.31%	6.08%

资料来源：公司 2021-2023 年审计报告、2021-2023 年四季度偿付能力报告（审计后）及公司提供，中证鹏元整理

附录四 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
有效业务价值	在评估日现有的有效业务预期未来产生的税后股东利益的贴现值
内含价值	经调整的净资产价值与扣除要求资本成本后的有效业务价值之和
新业务价值	截至评估日前十二个月的新业务预期未来产生的税后股东利益的贴现值
新业务价值率	新业务价值/用于计算新业务价值的首年保费×100%
营业费用率	(业务管理费+手续费及佣金+分保费用-摊回分保费用)/规模保费×100%
总资产收益率	[净利润×2/(期初资产总额+期末资产总额)]×100%
净资产收益率	[净利润×2/(期初所有者权益+期末所有者权益)]×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%

附录五 信用等级符号及定义

一、中长期债务信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	债务安全性极高，违约风险极低。
AA	债务安全性很高，违约风险很低。
A	债务安全性较高，违约风险较低。
BBB	债务安全性一般，违约风险一般。
BB	债务安全性较低，违约风险较高。
B	债务安全性低，违约风险高。
CCC	债务安全性很低，违约风险很高。
CC	债务安全性极低，违约风险极高。
C	债务无法得到偿还。

注：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。

二、债务人主体信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高。
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
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。

注：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。

三、债务人个体信用状况符号及定义

符号	定义
aaa	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
aa	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
a	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
bbb	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。

bb	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高。
b	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
ccc	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
cc	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，不能偿还债务。

注：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。

四、展望符号及定义

类型	定义
正面	存在积极因素，未来信用等级可能提升。
稳定	情况稳定，未来信用等级大致不变。
负面	存在不利因素，未来信用等级可能降低。