

# 中邮人寿保险股份有限公司 2024 年无固定期限资本债券信用评级 报告

中鹏信评【2024】第 Z【1755】号 02

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，但不对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。

# 中邮人寿保险股份有限公司2024年无固定期限资本债券信用评级报告

## 评级结果

主体信用等级	AAA
评级展望	稳定
债券信用等级	AAA
评级日期	2024-11-15

## 债券概况

**发行规模：**人民币 9 亿元

**发行期限：**本期债券的存续期与公司持续经营存续期一致

**付息方式：**按年付息

**偿还次序：**本期债券与公司已发行的与本期债券偿还顺序相同的其他核心二级资本工具处于同一清偿顺序，与未来可能发行的与本期债券偿还顺序相同的核心二级资本工具同顺位受偿

**减记条款：**在发生监管部门认定若不进行减记、公共部门注资或提供同等效力支持公司将无法生存的触发事件情形下或人民法院裁定受理公司破产申请，本期债券将进行部分或全部减记，减记部分不可恢复

**利息取消或递延支付：**如支付利息后公司的综合偿付能力充足率低于 100%，公司将取消本期债券派息，未向债券持有人足额派息的差额部分不累积到下一计息年度，且公司无法如约支付利息时，本期债券的投资者无权向人民法院申请对公司实施破产；公司有权递延全部或部分本期债券派息，且不构成违约事件，递延支付的利息不计算复息

## 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

**评级总监：**

**联系电话：**0755-82872897

## 评级观点

- 本次等级的评定是考虑到中邮人寿保险股份有限公司（以下简称“中邮保险”或“公司”）为中国邮政集团有限公司（以下简称“邮政集团”）下属人身险公司，在品牌、业务协同和资本补充等方面得到了邮政集团大力支持；公司主要依托邮政集团营销网络开展业务，业务渠道稳定，2021-2023 年已赚保费规模稳健增长，市场份额占比不断提升；公司引入战略投资者友邦保险有限公司（以下简称“友邦保险”），在提升偿付能力的同时，对公司业务开展和内部管理提供了帮助。同时中证鹏元也关注到本期债券设有减记、后偿以及利息取消或递延支付等条款，可能加大债券投资者的潜在投资风险；公司产品结构有待进一步优化；国债收益率曲线下行和资本市场波动共同导致公司 2023 年净利润出现亏损，未来仍需关注资本市场波动以及外部不确定性因素对公司经营管理和盈利等方面的影响。

## 未来展望

- 公司业务经营预计保持稳定，中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。

## 公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2024.09	2023	2022	2021
资产总额	5,977.75	4,818.57	4,460.39	4,009.89
负债总额	5,808.22	4,710.34	4,241.81	3,728.78
保险合同负债*	5,107.88	-	-	-
寿险责任准备金	-	4,142.81	3,598.06	2,979.91
所有者权益合计	169.53	108.23	218.58	281.10
营业（总）收入	260.27	1,213.67	1,129.88	1,023.18
保险服务收入*	64.83	-	-	-
已赚保费	-	1,087.39	913.25	856.50
投资收益	(53.25)	(29.49)	215.87	166.18
利息收入*	90.12	91.40	-	-
公允价值变动收益	157.39	64.29	0.00	0.00
净利润	108.01	(120.14)	3.97	14.03
综合收益总额	(5.51)	(109.25)	(182.80)	12.44
内含价值	697.90	561.37	465.42	419.91
新业务价值率	21.02%	16.05%	17.65%	14.83%
综合退保率	1.33%	1.60%	1.75%	3.91%
净资产收益率	-	(73.52%)	1.59%	5.11%
综合投资收益率	7.88%	3.01%	(0.01%)	4.76%
核心偿付能力充足率	123.22%	85.40%	73.70%	100.56%
综合偿付能力充足率	196.88%	160.33%	132.86%	156.52%

注：公司自 2023 年 1 月 1 日起执行新金融工具准则，自 2024 年 1 月 1 日起执行新保险合同准则，“\*”表示新会计准则实施后的新增项目，“-”为不适用或无数据。

资料来源：公司 2021-2023 年审计报告、未经审计的 2024 年三季度财务报表、2021-2023 年经审计第 4 季度偿付能力报告及未经审计的 2024 年第 3 季度偿付能力报告，以及公司提供，中证鹏元整理

## 正面

- **公司是邮政集团下唯一的人身险公司，在邮政集团内具有重要战略地位，在品牌、业务协同和资本补充等方面得到了邮政集团的大力支持。**截至 2024 年 9 月末，邮政集团直接和间接合计持有公司 75.01% 的股权，为公司实际控制人。邮政集团是我国大型国有企业，财政部是邮政集团的控股股东和实际控制人。邮政集团以邮政、快递物流、金融、电子商务等为主业，多元化经营程度高；经过多年持续发展，邮政集团已转型升级成为实业与金融相结合、业务多元的大型企业集团，综合实力极强。自成立以来，公司在品牌、业务协同和资本补充等方面得到邮政集团的大力支持。
- **公司依托邮政集团营业网点资源和品牌影响力开展业务，业务渠道稳定，近年已赚保费规模稳健增长，市场份额占比不断提升。**公司主要依托邮政集团营销网络开展业务，2023 年邮银渠道对新单保费收入贡献度 89.53%。公司发挥邮政集团的网点和品牌优势，业务规模保持稳健增长。2021-2023 年，公司已赚保费收入年复合增长率为 12.68%，原保费收入占全国人身险公司市场份额比分别为 2.75%、2.85%、3.11%，市场排名分别位列第 8 位、第 8 位和第 7 位，在行业内排名靠前。2024 年以来，公司执行新保险合同准则<sup>1</sup>，前三季度实现保险服务收入 64.83 亿元，同比增长 131.77%。
- **公司引入友邦保险作为战略投资者，对公司完善治理和管理水平、提升业务开展能力、补充资本和偿付能力充足性提供了帮助。**2022 年，公司经原银保监会批准完成了对战略投资者友邦保险的引入，友邦保险合计出资 120.34 亿元，认购公司 71.63 亿股股权，引战完成后友邦保险对公司的持股比例为 24.99%；友邦保险为专注亚太地区人身险业务的国际领先人身险公司之一，其战略入股对公司完善治理和管理水平以及提升业务开展能力、补充资本和偿付能力充足性提供了帮助。

## 关注

- **本期债券设有减记、后偿以及利息取消或递延支付等条款，可能加大债券投资者的潜在投资风险。**本期债券在发生监管部门认定若不进行减记、公共部门注资或提供同等效力支持公司将无法生存的触发事件情形下，或人民法院裁定受理公司破产申请时，本期债券将进行部分或全部减记，减记部分不可恢复；本期债券的清偿顺序在公司保单责任、其他普通负债和附属资本工具之后，先于公司核心一级资本工具，与公司已发行的与本期债券偿还顺序相同的其他核心二级资本工具同顺位受偿；如支付利息后公司的综合偿付能力充足率低于监管要求，公司将取消本期债券派息，未向债券持有人足额派息的差额部分不累积到下一计息年度，且公司无法如约支付利息时，本期债券的投资人无权向人民法院申请对公司实施破产；公司有权递延全部或部分本期债券派息，且不构成违约事件，递延支付的利息不计算复息。
- **公司保险业务产品结构有待进一步优化。**公司保险业务以期交长保障期产品为主，但其中终身寿等产品占比较高，受保障期限较长等因素影响，其易受市场利率及投资收益率波动影响，需关注相应利差损风险，同时随着监管政策的变化，需关注未来相关产品在承保端的销售压力。
- **国债收益率曲线下行和资本市场波动共同导致公司 2023 年净利润出现亏损，未来仍需关注资本市场波动以及外部不确定性因素对公司经营管理和盈利等方面的影响。**2023 年，因 750 日移动平均国债收益率曲线下行，公司保险业务准备金计提规模增加，同时受资本市场波动影响，公司净利润为-120.14 亿元。未来仍需关注前述不确定性因素对公司经营管理和盈利等方面的影响。

<sup>1</sup> 公司自 2023 年 1 月 1 日起执行新金融工具准则，自 2024 年 1 月 1 日起执行新保险合同准则，以上合称新会计准则。其中新金融工具准则指《企业会计准则第 22 号—金融工具确认和计量》（2017）、《企业会计准则第 23 号—金融资产转移》（2017）、《企业会计准则第 24 号—套期保值》（2017）、《企业会计准则第 37 号—金融工具列报》（2017），新保险合同准则指《企业会计准则第 25 号—保险合同》（2020）。公司原执行的旧金融工具准则指《企业会计准则第 22 号—金融工具确认和计量》（2006）、《企业会计准则第 23 号—金融资产转移》（2006）、《企业会计准则第 24 号—套期会计》（2006）、《企业会计准则第 37 号—金融工具列报》（2014），旧保险合同准则指《企业会计准则第 25 号—原保险合同》（2006）、《企业会计准则第 26 号—再保险合同》（2006）。

## 同业比较（单位：亿元）

指标	中邮保险	工银安盛人寿	建信人寿	农银人寿
资产总额	4,818.57	3,193.76	2,986.03	1,692.61
所有者权益合计	108.23	205.04	153.03	113.72
保险业务收入	1,098.66	404.95	403.33	301.64
投资收益	(29.49)	132.67	78.76	62.55
利息收入*	91.40	-	-	-
净利润	(120.14)	4.45	(40.32)	1.84
净资产收益率	(73.52%)	2.45%	(28.18%)	1.95%
核心偿付能力充足率	85.40%	133.00%	95.00%	123.11%
综合偿付能力充足率	160.33%	196.00%	174.00%	194.05%

注：（1）“工银安盛人寿”为工银安盛人寿保险有限公司的简称、“建信人寿”为建信人寿保险有限公司的简称、“农银人寿”为农银人寿保险股份有限公司的简称；（2）以上各指标均为2023年（末）数据，“\*”表示新金融工具准则实施后的新增项目，“-”为不适用或无数据。  
 资料来源：公司提供及公开资料，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	<a href="#">cspy_ffmx_2022V1.0</a>
金融企业外部特殊支持评价方法和模型	<a href="#">cspy_ffmx_2022V1.0</a>

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	5/7	支柱 3：资本形成	11/17
支柱 2：管理和内控	6/7	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
<b>个体信用状况</b>			<b>aa</b>
外部特殊支持			+2
<b>主体信用等级</b>			<b>AAA</b>

注：各指标得分越高，表示表现越好。

## 一、 发行主体概况

中邮保险系经原中国保险监督管理委员会批准，由邮政集团及20个省（市）邮政公司于2009年8月共同出资注册成立的全国性人身险公司。公司初始注册资本为5亿元。后历经多次增资扩股，截至2021年末，公司注册资本及实收资本均为215.00亿元。

2022年上半年，友邦保险合计出资120.34亿元，认购公司71.63亿股股权，增资完成后公司注册资本由215.00亿元增加至286.63亿元，友邦保险成为单一第二大股东，持股比例为24.99%。截至2024年9月末，公司注册资本和实收资本均为286.63亿元，邮政集团直接和间接合计持有公司75.01%的股份，为公司实际控制人。公司股东持股情况见附录一。

公司的业务范围包括：人寿保险、健康保险、意外伤害保险等各类人身保险业务；上述业务的再保险业务；国家法律、法规允许的保险资金运用业务；经原中国银保监会批准的其他业务。截至2023年末，公司已在北京、上海、天津、河北、辽宁等在内的22个省（自治区、直辖市）展业。

## 二、 本期债券概况及募集资金用途

**债券名称：**中邮人寿保险股份有限公司2024年无固定期限资本债券；

**发行规模：**人民币9亿元；

**债券期限和利率：**本期债券的存续期与公司持续经营存续期一致；本期债券采用分阶段调整的票面利率，自发行缴款截止日起每5年为一个票面利率调整期，在一个票面利率调整期内以约定的相同票面利率支付利息。发行时的票面利率通过簿记建档、集中配售的方式确定。本期债券票面利率包括基准利率和固定利差两个部分。基准利率为本期债券申购文件公告日或基准利率调整日前5个交易日（不含当日）中国债券信息网（或中央国债登记结算有限责任公司认可的其他网站）公布的中债国债到期收益率曲线5年期品种到期收益率的算术平均值（四舍五入计算到0.01%）。固定利差为本期债券发行时确定的票面利率扣除本期债券发行时的基准利率，固定利差一经确定不再调整。在基准利率调整日（即发行缴款截止日每满5年的当日），将确定未来新的一个票面利率调整期内的票面利率水平，确定方式为根据基准利率调整日的基准利率加发行定价时所确定的固定利差得出。如果基准利率在调整日不可得，届时将根据监管部门要求由公司和投资者确定此后的基准利率或其确定原则；

**付息方式：**本期债券采用每年付息一次的付息方式，计息本金为届时已发行且存续的本期债券票面总金额，计息起始日为本期债券发行缴款截止日；

**减记条款：**当无法生存触发事件发生时，公司有权在无需获得债券持有人同意的情况下，将本期债券的本金进行部分或全部减记。本期债券按照存续金额在设有同一触发事件的所有核心二级资本工具存续总金额中所占的比例进行减记。无法生存触发事件是指发生以下情形之一：一是国家金融监督管理总

局认为若不进行减记，公司将无法生存；二是相关部门认定若不进行公共部门注资或提供同等效力的支持，公司将无法生存；三是当人民法院裁定受理公司破产申请。减记部分不可恢复。触发事件发生日指以下日期之一：在前两种情形下，国家金融监督管理总局或相关部门认为触发事件已发生，并且向公司发出通知，同时发布公告的日期；在第三种情形下，公司收到人民法院受理破产申请的民事裁定书的当日。触发事件发生后两个工作日内，公司将就触发事件的具体情况、本期债券将被减记的金额、减记金额的计算方式、减记的执行日以及减记执行程序予以公告，并通知本期债券持有人；

**次级条款：**本期债券本金和利息的清偿顺序在公司保单责任、其他普通负债和附属资本工具之后，先于公司的核心一级资本工具；本期债券与公司已发行的与本期债券偿还顺序相同的其他核心二级资本工具处于同一清偿顺序，与未来可能发行的与本期债券偿还顺序相同的核心二级资本工具同顺位受偿。公司无法如约支付本息时，债券持有人无权向人民法院申请对公司实施破产。公司或其关联方不得提供抵押或保证，也不得通过其他安排使本期债券在法律或经济上享有优先受偿权；

**利息发放：**根据法律法规和监管机构要求，公司仅在确保偿付本期债券利息后，综合偿付能力充足率不低于100%的前提下，才能偿付本期债券的利息；否则当期利息支付义务将被取消，且未向债券持有人足额派息的差额部分不累积到下一计息年度。公司无法如约支付利息时，本期债券的投资人无权向人民法院申请对公司实施破产。即使在满足综合偿付能力充足率不低于100%的前提下，公司亦有权在每个付息日，自行选择将全部或部分当期利息以及按照本条款已经递延的所有利息推迟至下一个付息日支付，且不受到任何递延支付利息次数的限制，亦不构成违约事件，递延支付的利息不另计息，公司在行使该项权利时将充分考虑债券持有人的利益。递延全部或部分本期债券派息除构成对普通股的股息分配限制以外，不构成对公司的其他限制。若递延全部或部分本期债券派息，需由股东会审议批准，并及时通知投资者。如公司全部或部分递延本期债券的派息，自股东会决定通过次日起，直至公司全额支付当期利息以及按照约定已经递延的所有利息前，公司将不会向普通股股东进行收益分配。对普通股股东停止收益分配，不会构成公司递延派息自主权的限制，也不会对公司补充资本造成影响。如公司决定取消或递延支付利息的，应当根据届时有效的监管机构要求及交易场所有关规则及时向投资者披露。本期债券不含有利率跳升机制及其他赎回激励；

**公司赎回权：**本期债券发行设置公司选择提前赎回的权利。在行使赎回权后公司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国家金融监督管理总局备案后，公司自发行之日起5年后，有权于每年付息日（含发行之日后第5年付息日）按面值全部或部分赎回本期债券。若本期债券存续期间因监管规定发生变化，导致本期债券不再满足本期债券发行完成后初始认定的资本工具的合格标准，在不违反当时有效监管规定且在满足行使赎回权前提的情况下，经报中国人民银行和国家金融监督管理总局备案后，公司有权选择提前赎回。公司若选择行使赎回权，将至少提前1个月发出债券赎回公告，通知债券持有人有关赎回执行日、赎回金额、赎回程序、付款方法、付款时间等具体安排，并通知托管机构，具体操作办法详见届时托管机构的通知。

**募集资金用途：**本期债券募集资金将依据适用法律和监管部门的批准用于补充公司核心二级资本，提高公司偿付能力，为公司业务的良性发展创造条件，支持业务持续稳健发展。

### 三、运营环境

#### 宏观经济环境

**2024年前三季度经济修复曲折，结构分化；四季度稳增长诉求强，加强逆周期调节力度，落实一揽子增量政策，推动经济平稳向上、结构向优**

今年以来国内经济运行有所波动，前三季度实际GDP同比增长4.8%，生产需求继续恢复，结构有所分化，失业率稳中有降，物价低位运行，房地产投资处于低谷，消费表现平淡，转型过程中存在矛盾和阵痛。四季度内外部环境依然复杂严峻，美国降息周期开启，大国博弈和地缘政治持续干扰，注意美国大选后的变化和贸易关税政策；国内新旧动能转换，有效需求不足，经济的活力和动力仍待进一步激发。9月底政治局会议强调“努力完成全年经济社会发展目标任务”，加大财政货币政策逆周期调节力度，有效落实存量政策，加力推出增量政策。货币政策坚持支持性立场，配合政府债发行，保持流动性合理充裕，为实体经济创造良好的货币金融环境；加大结构性货币政策工具的使用力度，持续推进货币政策新框架的改革，支持扩内需和促消费，维护房地产和资本市场稳定。财政政策加快落实专项债和特别国债的实物工作量，支持“两新”和“两重”领域，将出台大规模化债举措，进一步减轻地方政府负担，同时推进财税体制改革。新质生产力和高质量发展继续推进，经济发展的积极因素在累积，预计全年经济增长目标有望顺利完成。

详见《[蹄疾步稳——2024年四季度宏观经济展望](#)》。

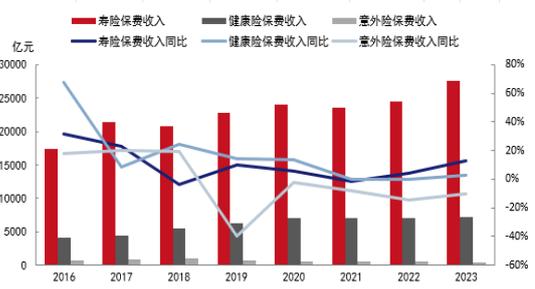
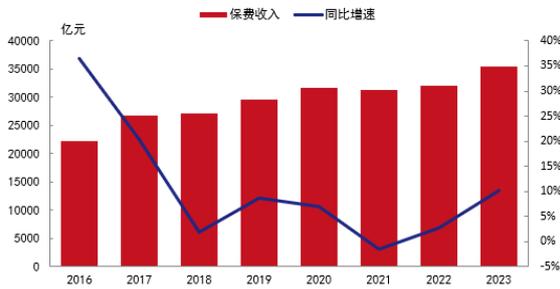
#### 人身险行业概况

**2023年，人身险行业原保险保费收入恢复较快增速，但行业竞争日益激烈，头部险企凭借品牌、渠道、技术等方面优势，仍维持较高的市场份额，中小险企面临较大的竞争压力；2023年以来，监管部门通过多种手段降低保险公司经营成本，推动保险行业高质量、可持续发展**

受益于增额终身寿产品市场需求增长等因素，2023年人身险行业原保费收入恢复较快增速。2021-2023年人身险公司原保险保费收入分别为31,224亿元、32,091亿元和35,379亿元，同比增速分别为-1.42%、2.78%和10.25%。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。

图1 人身险原保险保费收入及增长率情况

图2 人身险原保险保费收入结构情况



资料来源：国家金融监督管理总局网站，中证鹏元整理

资料来源：国家金融监督管理总局网站，中证鹏元整理

根据国家金融监督管理总局公布的《保险机构法人名单》，截至2023年末，人身险公司共79家、健康险公司共7家、养老保险公司共10家。从行业竞争情况来看，2011年以来五大上市险企人身险业务市场份额占比波动下降，随着互联网渠道和经纪渠道的快速发展，中小寿险公司在业务转型过程中，其产品凭借一定的价格优势，触达客户的能力有所增强，行业竞争加剧。但总体来看，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，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%，同比下降2.41个百分点；中小险企在品牌、渠道掌控力、产品设计以及风控等方面相对处于劣势，未来仍然面临较大的业务转型和差异化竞争压力。

除了在产品创新方面外，行业竞争加剧尤其体现在销售渠道的竞争。2023年9月，国家金融监督管理总局发布《保险销售行为管理办法》（以下简称“《管理办法》”），以进一步规范保险销售行为，通过制度明确保险销售行为的统一监管要求。《管理办法》中规定保险公司、保险中介机构应推动建立保险销售人员销售能力分级制度，以保险销售人员的专业知识、销售能力、诚信水平、品行状况等为标准，对所属保险销售人员进行分级，并与保险公司保险产品分级管理制度相衔接，区分销售能力资质实行差别授权，明确所属各等级保险销售人员可以销售的保险产品。《管理办法》对售前、售中及售后的保险销售行为进行了“全链条规范”，未来保险行业销售渠道竞争或将更为激烈。

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，人身险公司面临利差损风险扩大，盈利水平承压等风险。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。同时，为防范保险公司尤其是人身险公司费差损风险，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险公司银行代理渠道业务，推动银保渠道费用“报行合一”<sup>2</sup>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。同时要求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。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、

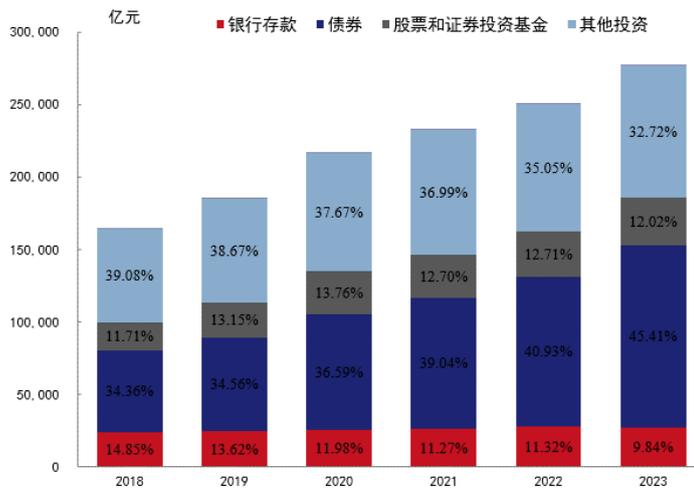
<sup>2</sup> “报行合一”指保险公司报备给监管部门的手续费用的取值范围和使用规则需要与实际使用保持一致。

提升负债质量，降低利差损以及费差损风险，从而推动保险行业高质量、可持续发展。

**保险行业资金运用余额保持增长，投资资产结构较为稳定；受无风险利率下降、信用风险事件频发以及2023年股票市场波动较大等因素影响，保险公司面临的信用风险和市场风险明显上升，投资收益率有所下降**

近年来保险行业资金运用余额保持增长，2023年保险行业资金运用余额为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、债券投资等固收类投资收益稳定、久期长且期限确定，能较好地匹配保险资金的偏好与期限，占保险资金运用余额比例长期稳定在50%左右；股票及基金投资是保险投资提高收益水平的重要手段，但权益市场波动较大，权益投资比例稳定在10-15%；其他投资占比整体呈下降趋势，偿二代二期工程大幅上调了无法穿透的信托计划及资管产品的最低资本基础因子，《关于修改保险资金运用领域部分规范性文件的通知》增加了非标产品投资比例限制，在政策引导下，未来非标产品投资比例或将下降，但考虑到非标资产能提供相对较高的收益，优质的非标资产对于险资仍具备较高吸引力。

**图3 保险公司投资资产结构图**



资料来源：国家金融监督管理总局网站，中证鹏元整理

2023年保险公司投资收益率为2.23%，较之前年度有所下滑，主要有三个方面原因：首先，2021年以来，中国10年期国债到期收益率波动下降，使得保险公司新增配置债券票面利率不断下降；其次，2023年以来国内股票市场波动较大，保险公司权益类资产面临的市场风险增加；最后，房地产行业面临较大的经营压力，保险公司配置的信托计划、债权投资计划等非标产品等资产涉及商业地产的规模较大，加大了前述类型投资的潜在信用风险，保险公司信用风险管理难度加大，投资端的风险偏好有所收紧。

### 偿二代二期工程落地，对资本认定趋严，部分险企面临资本补充压力

2022年起偿二代二期工程正式实施，对资本认定趋严。偿二代二期工程规定保险公司不得将投资性房地产的评估增值计入实际资本，完善了长期股权投资的实际资本和最低资本计量标准，将保单未来盈

余根据保单剩余期限分别计入核心资本或附属资本等，对保险公司实际资本的认定更加严格；投资资产实行“穿透式”监管，上调对未上市公司的股权投资、投资性房地产等基础因子，最低资本要求提升，短期来看部分险企存在资本补充压力，中长期来看，有助于提升保险公司资本管理和风险管理水平，夯实资本质量。

保险行业整体偿付能力保持充足水平，个别中小险企偿付能力不达标。根据国家金融监督管理总局披露的行业主要监管指标和数据，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，但部分公司仍存在偿付能力指标未达标情况。近年来业务转型、资本市场波动及监管政策趋严对人身险公司的偿付能力提出了更高要求，部分中小企业抗风险能力较差，易受到资本市场冲击、外部环境恶化等因素影响，面临一定的资本补充压力。

偿二代二期规则实施以来，保险公司核心偿付能力充足率快速下滑，对资本补充和资产负债管理带来一定挑战。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》（以下简称“《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；引导保险公司回归保障本源；下调了部分权益类资产的风险因子及投资公募基础设施证券投资基金（REITS）中未穿透部分的惩罚因子，降低资本占用，同时放长投资收益的考核期限，引导保险公司支持资本市场平稳健康发展；充分服务国家战略，引导保险公司支持科技创新。《通知》旨在差异化提升保险公司的偿付能力充足率，中小险企的偿付能力压力得到一定缓解；引导长期保障型业务的发展，保险公司将进一步回归保障本源；同时释放了保险公司权益类资产的投资空间，险企的资产配置结构有望得到优化。

## 四、 治理和管理

公司按照相关法律法规和监管规定搭建了较为完善的公司治理架构，引入战略投资者友邦保险有助于提升完善治理和管理能力；但现阶段寿险行业竞争加剧、宏观经济增速放缓和资本市场波动等外部不确定因素较多，对公司的治理和管理水平提出了更高的要求

公司根据《公司法》、《银行保险机构公司治理准则》及保险行业相关法律法规、行政规章的要求，厘清公司党委和董事会、监事会、管理层等治理主体的权责，构建了由股东大会、董事会、监事会和管理层组成的公司治理体系，形成了各司其职、各负其责、协调运转、有效制衡的运行机制，整体来看公司治理架构较为完善。

股东大会是公司的权力机构，依法行使决定公司的经营方针和投资计划；选举和更换非由职工代表担任的董事、监事，决定有关董事、监事的报酬事项；审议批准董事会工作报告等职权。自成立以来，公司根据监管要求和经营实际，按时召开股东大会，近年来表决并通过了董事会工作报告、财务决算报告、财务预算报告、利润分配方案等多项议案，较好地保障了股东的知情权、参与权和表决权。

公司设董事会，董事每届任期 3 年，董事任期届满，可以连选连任，独立董事累计任职不得超过 6

年。董事会向股东大会负责，行使职权包括召集股东大会会议，并向股东大会报告工作；执行股东大会的决议；审议公司主营业务范围及其变更；决定公司的经营计划、投资方案、资产配置计划及其修订以及股东大会授予的其他职权等。公司董事会下设提名与薪酬委员会、审计和关联交易控制委员会、投资决策和资产负债管理委员会、风险管理和消费者权益保护委员会、战略规划委员会等5个专门委员会，专门委员会的设置和构成符合监管相关规定。董事会各专门委员会对董事会负责，按照董事会通过的专门委员会工作规则履行职责。截至2024年9月末，公司董事会由9名董事组成。

公司设监事会，由3名监事组成。监事的任期每届为3年，监事任期届满，可以连选连任。监事会行使检查公司财务；对董事、高级管理人员执行公司职务的行为进行监督，提议召开临时股东大会会议；向股东大会会议提出提案；提名独立董事、监事等职权。

公司高级管理人员包括总经理、副总经理、财务负责人、审计负责人、合规负责人、首席风险官、董事会秘书、技术总监、总精算师。中证鹏元关注到近年公司董事及高管人员存在一定变动。根据公司信息披露公告，2021年5月公司任命刘文骏为公司副总经理；2021年12月任命李学军为公司总经理；2022年3月由李学军代为履行董事长职责；2022年6月起由韩广岳担任公司董事长；2023年11月，刘文骏不再担任董事、副总经理；2024年3月，梁家驹不再担任董事；2024年4月，阴秀生不再担任首席投资官、董事会秘书，同时，经公司第四届董事会第二次会议决议，同意聘任刘晋成为公司董事会秘书（其任职资格尚需国家金融监督管理总局核准）。公司现任董事长在邮政集团体系内具有丰富的战略管理经验，现任总经理在保险行业具备丰富的经营管理经验，高管人员整体学历水平较高，有利于公司长期稳定发展。

**表1 截至2024年9月末公司主要经营管理者信息**

姓名	职务	任职批准文号	人员简历
韩广岳	董事长、党委书记	银保监复(2022)377号	1966年4月出生，毕业于北京邮电学院管理工程专业，取得美国加州阿莫斯壮大学工商管理硕士学位。2007年12月任山东省邮政公司党组成员、中国邮政储蓄银行山东省分行行长；2013年4月起先后任四川省邮政公司总经理、党组副书记、党组书记；2014年9月任邮政集团公司战略规划部（法律事务部）总经理，2015年5月起同时任中邮资本管理有限公司执行董事；2017年6月任邮政集团公司山东省分公司党组书记、副总经理；2019年7月任邮政集团公司山东省分公司总经理、党组书记；2022年2月任公司党委书记；2022年6月至今任公司党委书记、董事长。
李学军	董事、党委副书记、总经理	银保监复(2021)999号	1970年11月出生，毕业于中央财政金融学院国际保险专业，取得经济学学士学位。2009年2月起先后任中国人寿保险股份有限公司教育培训部副总经理、总经理，战略规划部总经理，战略与市场部总经理，湖南省分公司总经理、党委书记；2018年4月任阳光保险集团股份有限公司业务总监；2018年11月起先后任中国人民人寿保险股份有限公司党委委员、副总裁、董事会秘书、执行董事；2021年9月任公司党委副书记；2021年11月任公司党委副书记、董事、临时负责人；2021年12月至今任公司党委副书记、董事、总经理。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司坚持专业化与特色化并举，不断强化专业管控能力，探索构建了一个体系完整、运转顺畅的全

流程管控体系，形成了行业独具特色的“自营+代管”发展模式，总省成立专业保险公司，省以下不设分支机构，委托市县邮政企业建立代管机构、配备专岗人员履行中邮保险的非核心管理职责，开创了“低成本、广覆盖、高产出”的发展局面。截至2023年末，公司已在北京、上海、天津、河北、辽宁等在内的 22 个省（区、市）设立省级分公司。公司总部下设产品与市场部、邮银业务部、团险事业部、风险管理部、精算部、资产管理中心、财务部等20个一级部门。公司组织架构图见附录二。

公司持续健全公司治理相关制度。根据相关监管规定，参照公司实际运作情况，对公司董事会各专门委员会议事规则和《年报信息披露重大差错责任追究实施细则》进行了修订完善，保障会议运作合规高效，持续提高年报信息披露质量。

此外，2022 年公司经原银保监会批准完成了战略投资者友邦保险的引入，友邦保险合计出资 120.34 亿元，认购公司 71.63 亿股股权，持股比例为 24.99%；友邦保险为专注亚太地区人身险业务的国际领先人身险公司之一，其战略入股对公司完善治理和管理水平、提升业务开展能力起到一定帮助。2022 年 1 月 21 日，公司与友邦保险共同成立专业协助顾问委员会，借助友邦专业优势全面赋能。

关联交易方面，公司依照《银行保险机构关联交易管理办法》等监管规定，在董事会下设有审计和关联交易控制委员会，审计和关联交易控制委员会下设跨部门的关联交易管理办公室，并制定有《关联交易管理办法》。根据公司信息披露公告，公司主要与邮政集团、邮储银行等关联方发生关联交易，2023 年关联交易金额合计约 160.40 亿元，其中：发生资金运用类关联交易 5.34 亿元、服务类关联交易 3.74 亿元、保险业务和其他类关联交易 151.32 亿元。截至 2023 年末，公司投资全部关联方的账面余额约 46.18 亿元。整体来看，现阶段关联交易风险可控。

战略目标方面，公司坚持稳中求进总基调，紧紧围绕发展新质生产力，锚定一流险企“七项标准”和“六个全面”战略部署，持续加强党建、创新、专业、科技、文化“五大引领”，努力实现质的有效提升和量的合理增长，以高质量金融服务做好“五篇大文章”，加快打造一流险企，为推进中国式现代化贡献金融力量。围绕战略目标，公司2024年将重点推进以下经营任务：一是兼顾市场、渠道、股东和自身等多方利益，平衡规模增长、价值提升、偿付能力、盈利要求等多目标，强化资负联动匹配，坚定不移推进价值转型；二是加速多元渠道布局，持续推进邮银主渠道赋能，聚力银保外拓、团险渠道、中介等多元渠道扩面提质，打造发展“新动能”；三是乘势推进数字化转型，通过科技引领促进专业能力提升，不断优化产品供给能力，提升运营集中化智能化，深化财务集约化管理；四是积极服务国家重大战略，践行绿色发展理念，加强科技创新、数字经济、绿色发展、健康、医疗等领域投资，更好服务国家重大战略与实体经济发展，发挥邮政网络的下沉优势，大力发展普惠保险，当好民生“稳定器”。

## 五、 风险管理

公司已建立较为完善的全面风险管理体系，风险管理制度和管理工具不断丰富和完善，但偿二代二期工程提高了风险管理方面的监管要求，在资本市场波动加剧、整体信用环境挑战加大的背景下，

## 公司风险管控压力有所加大

公司建立了由董事会负最终责任、管理层直接领导、监事会进行监督，风险管理部牵头，相关职能部门配合，覆盖各级机构、所有职能领域的全面风险管理组织体系。董事会是公司全面风险管理的最高决策机构，对公司全面风险管理工作负最终责任。董事会下设风险管理和消费者权益保护委员会，为董事会决策提供专业意见，或经董事会授权就专业事项进行决策。管理层根据董事会的授权履行风险管理的具体责任，下设风险管理委员会，负责组织协调风险管理的总体工作。公司建立以风险管理为核心的三道防线组织框架：第一道防线由各级公司、各业务部门组成，在业务前端识别、评估、应对、监控与报告风险；第二道防线由风险管理部和法律合规部组成，综合协调制定各类风险制度、标准和限额，提出应对建议；第三道防线由审计部组成，针对公司已经建立的风险管理流程和各项风险的控制程序和活动进行监督。

公司风险管理目标是按照“审慎稳健、适度风险”的总体风险偏好要求，秉承“先合规，再发展”的经营理念，不断提升风险管理的精细化程度，积极培育和塑造风险管理文化，增强风险管控的有效性和执行力，实现资本、风险和收益相平衡，确保公司整体风险水平可控。

按照偿二代二期规则要求，近年来公司持续推进全面风险管理制度体系建设，构建了以《偿付能力风险管理办法》《风险偏好体系管理办法》为统领，以保险风险、市场风险、信用风险、操作风险、战略风险、声誉风险、流动性风险七类风险管理制度为基础，专项风险管理实施细则及操作规范为支撑的偿付能力风险管理制度体系，并针对各主要大类风险建立相应的管理制度、管理机制，部署管控手段与工具。近年来风险偏好体系总体执行情况良好，未发生重大风险事件、群体性事件及保险资金案件，无重大负面舆情。2023年，公司偿付能力风险管理能力在偿二代二期SARMRA评估中得分80.44分，位居人身险公司前列。

保险风险管理上，公司通过产品开发、核保、理赔、产品管理、准备金评估和再保险管理等环节将保险风险控制在合理水平。近年来公司主要采取以下措施管理保险风险：一是从产品源头防范风险，加强前端产品开发阶段的市场调研，注重产品生命全周期保险风险分析，审慎确定产品定价假设，确保定价的科学性和充足性；二是把好核保核赔关口，持续增强核保风险管控能力，进一步梳理优化渠道、产品、客户多维度的核保规则，通过构建智能核保助手、智能核保问卷、核保规则引擎等提升核保智能化水平和服务效率；三是结合业务保险风险特征，充分发挥再保险在风险管理中的优势，合理安排再保险，控制自留风险水平，提升公司风险经营能力。截至2023年末，公司寿险业务保险风险最低资本合计80.85亿元，非寿险业务保险风险最低资本合计1.59亿元；2023年，公司死亡偏差率、退保率、保费继续率、宽未达成率等指标保持平稳，保险风险整体可控。

市场风险管理上，公司通过建立市场风险管理制度体系，对利率、权益价格、房地产价格、境外资产价格等风险进行监测，并严格控制风险限额。近年来公司主要采取以下措施管理市场风险：一是着力优化资产配置结构，减少受市场波动影响大的净值型固收类产品，加大优质另类资产投资力度，增强抵

御市场波动能力；二是不断完善资产穿透管理，遵循“应穿尽穿、穿透到底”的原则，落实对非基础资产信息识别及风险计量要求，定期将非基础资产逐层穿透，掌握底层金融产品信息并分类计量相关风险；三是持续跟踪宏观市场变化，定期对宏观经济状况、货币政策、权益市场进行分析，前瞻性管控风险，每季度对宏观市场情况进行研究评估，开展压力测试。截至2023年末，公司权益类资产占比、境外金融资产比例、对关联方投资比例等指标处于合理范围内，市场风险整体可控，但需关注近年来资本市场尤其是权益市场波动加大，对公司市场风险管理提出了更高要求。

近年来公司不断完善信用风险管理能力，从组织架构、专业队伍、管理规则、系统开发和运作管理等多方面加强建设，持续满足监管要求和自身发展需要。近年来公司主要采取以下措施管理信用风险：一是对信用风险持续监测、评估和报告，强化信用风险预警机制，通过监测信用风险舆情、点评信用事件、跟踪评级等多种方式，跟踪分析交易对手信用状况；二是对直接交易对手严格把关，按照内部评级和统一授信体系，对库内直接交易对手的资信状况进行跟踪分析，及时更新交易对手库；三是有效控制风险集中度，持续优化集中度限额指标，形成了针对不同资产类别、交易对手、行业、区域等多方面集中度管控要求，实现公司资产组合的适度分散。截至2023年末，公司各类资产质量保持在良好水平，存款和债券交易对手资信实力强，持仓信用资产评级均处于较高水平，目前尚无违约案例，信用风险整体可控。

流动性风险管理上，公司不断加强流动性精细化管理，持续推进分账户现金流的监测和评估，重点关注流动性资产规模和管理，推动资金系统功能迭代升级。近年来公司主要采取以下措施管理流动性风险：一是加强日常现金流管理，运用年度现金流预测、月度现金流滚动预测和每日现金流监测等管理措施，确保合理调配资金；二是建立现金流压力测试模型，定期进行现金流压力测试和前瞻性分析，加强流动性风险指标监测，开展流动性应急演练，及时识别和控制流动性风险。截至2024年9月末，公司基本情景下未来12个月流动性覆盖率LCR1为100.27%；压力情景下未来12个月流动性覆盖率LCR2（考虑资产变现）和LCR3（不考虑资产变现）分别为231.74%和100.30%，均满足监管要求。

**表2 公司流动性指标**

流动性覆盖率		2024 年三季度末		
		LCR1	LCR2	LCR3
基本情景	未来 3 个月	101.49%	-	-
	未来 12 个月	100.27%	-	-
压力情景	未来 3 个月	-	968.00%	101.70%
	未来 12 个月	-	231.74%	100.30%

资料来源：公司 2024 年第 3 季度偿付能力报告，中证鹏元整理

操作风险管理上，公司持续推进操作风险监控，识别操作风险管控中存在的问题并持续改进，增强风险识别的准确性以及风险防控的主动性和前瞻性。近年来公司主要采取以下措施管理操作风险：一是开展操作风险控制与自评估工作，准确识别和评估潜在的操作风险；二是持续开展重点领域排查，防范和化解分公司经营过程中存在的风险，建立公司风险管控长效机制，推动问题根源性整改工作；三是做

好评估与监测，按月收集损失事件信息、监测关键风险指标，持续跟踪和督导整改效果。

战略风险管理上，公司坚持“重价值、稳增长、兴科技、优服务、防风险”的发展主线，充分发挥协同优势，加强发展战略规划和实施，大力推进改革创新。近年来公司主要采取以下措施管理战略风险：一是进一步优化完善战略风险管理机制，明确加强业务战略管理、投资战略管理、资本战略管理、人才队伍建设要求，细化战略风险管理工作流程；二是强化重点任务管理机制，根据公司“十四五”规划和年度工作目标，按月分解目标任务，定期监测重点任务推进情况；三是落实战略闭环管理机制，推进战略规划制定、规划年度评估、年度目标分解及执行情况监测有效衔接。

声誉风险管理上，公司坚持正确舆论导向，秉承“预防为主”的声誉风险管理理念，密切关注舆情动向，积极开展正面宣传报道，深化与主流媒体的常态沟通，强化声誉风险与投诉管理协同，做好声誉风险管理工作。近年来公司主要采取以下措施管理声誉风险：一是全面落实事前预警、事中严控、事后跟踪的管理机制，实时监测全网舆情，严格执行“重要情况随时报”的报送制度；二是坚持正确舆论导向，围绕国民保险品牌打造和清流企业文化建设，积极开展新闻工作，为公司高质量发展营造良好舆论氛围；三是组织开展声誉风险培训及舆情应急演练，检视应对各种不利事件特别是极端事件的反应能力，提升全员声誉风险意识和管理水平。

## 六、 资本形成

### 分析基础说明

以下分析基于公司提供的经普华永道中天会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2021-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年三季度财务报表。公司自 2023 年 1 月 1 日起执行新金融工具准则，自 2024 年 1 月 1 日起执行新保险合同准则。截至 2023 年末，公司纳入合并范围内子公司共 2 家，分别为中邮保险资产管理有限公司和北京昆庭资产管理有限公司，均为 2023 年新增的子公司。截至 2024 年 9 月末，公司纳入合并范围内子公司共 3 家，分别为中邮保险资产管理有限公司、北京昆庭资产管理有限公司和邮保玖安（西安）置业有限公司，公司对上述三家公司的持股比例均为 100.00%。

### 经营与发展

中邮保险以“服务基层、服务三农”为定位，依托邮政网络和资源开展人身险业务；公司形成了“自营+代管”的业务模式，在总公司和省分公司机构层面设立专业保险机构，依托邮政体系委托市县邮政企业建立代管机构、配备专岗人员履行中邮保险的非核心管理职责，形成了“低成本、广覆盖、高产出”的发展格局，近年来以较低的成本快速实现业务布局。截至2024年9月末，中邮保险设有省级分公司22家，业务范围扩展至22个省、302个市及1,534个区县，银邮渠道合作签约网点共32,973个。

公司自2023年1月1日起执行新金融工具准则。按照相关要求，公司将持有的金融投资资产由持有至到期投资、可供出售金融资产、贷款及应收款项类投资重新分类为债权投资、交易性金融资产和其他债权投资，投资资产重分类后，部分投资资产的公允价值波动通过公允价值变动收益科目列示。同时按照

新金融工具准则的相关要求，公司对金融投资资产产生的利息收入和投资收益分别列示。2023年，公司实现营业收入1,213.67亿元，其中已赚保费规模为1,087.39亿元，在公司营业收入中的占比为89.60%；受资本市场波动影响，2023年公司投资业务相关收益不及预期，2023年公司投资收益及利息收入分别为-29.49亿元和91.40亿元，公允价值变动收益为64.29亿元。

公司自2024年1月1日起执行新保险合同准则。新保险合同准则对保险公司收入和费用确认、保险合同负债计量等方面作出了较大修改，要求保费收入分期确认并剔除投资成分，基于剔除投资成分后的保费收入确认保险服务收入，并相应新增和明确了对保险合同负债、保险服务费用等的会计处理要求。2024年前三季度，公司实现营业总收入260.27亿元，其中保险服务收入64.83亿元，同比增长131.77%，在营业总收入中的占比为24.91%；公允价值变动损益、利息收入和投资收益合计194.26亿元，在营业总收入中的占比为74.64%，对当期营业总收入起到重要贡献。

**表3 公司营业（总）收入构成情况（单位：亿元）**

项目	2024年1-9月		2023年		2022年		2021年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
保险服务收入*	64.83	24.91%	-	-	-	-	-	-
已赚保费	-	-	1,087.39	89.60%	913.25	80.83%	856.50	83.71%
投资收益	(53.25)	(20.46%)	(29.49)	(2.43%)	215.87	19.11%	166.18	16.24%
利息收入*	90.12	34.63%	91.40	7.53%	-	-	-	-
公允价值变动收益	157.39	60.47%	64.29	5.30%	0.00	0.00%	0.00	0.00%
其他	1.19	0.46%	0.08	0.01%	0.76	0.07%	0.50	0.05%
<b>营业（总）收入合计</b>	<b>260.27</b>	<b>100.00%</b>	<b>1,213.67</b>	<b>100.00%</b>	<b>1,129.88</b>	<b>100.00%</b>	<b>1,023.18</b>	<b>100.00%</b>

注：“\*”表示上述新准则实施后的新增项目，已赚保费项目已不再适用，“-”为不适用或无数据；其他包括汇兑收益、资产处置收益、其他收益及其他业务收入。

资料来源：公司2021-2023年审计报告、未经审计的2024年三季度财务报表，中证鹏元整理

**得益于增额终身寿等保险产品销售规模扩大，公司规模保费收入增长；公司已形成传统寿险和分红保险为主的产品体系，期缴业务占比较高，但现阶段公司保险渠道以邮政集团及邮储银行为主，渠道多元化程度有待持续提升**

近年来公司规模保费收入增长，2021-2023年规模保费年复合增长13.15%，2023年和2024年前三季度分别实现规模保费1,098.70亿元和1,286.08亿元。公司规模保费险种类别主要包括传统寿险和分红保险，另含少量长期健康险、短期意外及健康险和万能保险。近年来公司顺应保险行业发展趋势，加大业务转型力度，重点发展包括增额终身寿等产品在内的传统寿险，聚焦“养老”和“健康”主题，提供储蓄、养老、意外、寿险、疾病、医疗等保险保障，构建了五大类全生命周期产品体系。公司开发了长期重疾险和增额终身寿险等产品，为业务转型提供产品支撑。公司借助增额终身寿等保险产品市场需求旺盛的契机，大力推动相关产品销售，带动传统寿险保费收入规模快速增长，2021-2023年复合增长率为48.76%，2023年传统寿险保费收入占比较2021年上升37.71个百分点至89.47%。2021-2023年，公司控制低价值分红险的销售规模，分红险保费收入由2021年的402.02亿元下降至2023年的95.10亿元，2023年分

红保险收入占比较2021年下降38.19个百分点至8.66%；2024年以来，出于降低刚性负债成本等考虑，公司调整分红保险销售策略，加大分红保险销售力度，带动其收入和保险贡献度均有所回升，1-9月公司分红保险规模保费收入为249.45亿元，在规模保费中的占比为19.40%。整体来看，公司已形成传统寿险和分红保险为主的产品体系。

**表4 公司规模保费收入险种结构（单位：亿元）**

项目	2024年1-9月		2023年		2022年		2021年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
传统寿险	1,015.07	78.93%	983.05	89.47%	703.83	76.97%	444.20	51.76%
分红保险	249.45	19.40%	95.10	8.66%	194.31	21.25%	402.02	46.85%
长期健康险	11.85	0.92%	12.10	1.10%	10.87	1.19%	7.93	0.92%
短期意外及健康险	9.65	0.75%	8.41	0.77%	5.32	0.58%	3.94	0.46%
万能保险	0.07	0.01%	0.04	0.00%	0.07	0.01%	0.05	0.01%
<b>规模保费合计</b>	<b>1,286.08</b>	<b>100.00%</b>	<b>1,098.70</b>	<b>100.00%</b>	<b>914.41</b>	<b>100.00%</b>	<b>858.15</b>	<b>100.00%</b>

注：上表规模保费基于旧保险合同准则核算。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司持续推动长期期缴业务发展，近年期缴业务收入规模和占比均保持较高水平。2023年期缴保费（含新单期缴）收入为1,003.01亿元，占规模保费收入的91.29%，2021-2023年期缴保费占规模保费收入的比例均超过84%。公司续期保费规模稳定增长，2023年续期保费收入为583.24亿元，2021-2023年复合增长率为8.49%，但受新单保费快速增长影响，续期保费占比有所下降。公司新单保费中以期缴保费为主，且占比逐年上升，2023年新单保费中期缴保费占比较2021年上升17.40个百分点至81.44%；趸缴业务保费收入占比较低。整体来看，公司期缴保费占比高，保费收入期限结构保持在较好水平。需要注意的是，公司长期期缴产品中，终身寿等产品占比较高，受保障期限较长等因素影响，其易受市场利率及投资收益率波动影响，需关注相应利差损风险，同时随着监管政策的变化，需关注未来相关产品在承保端的销售压力。

**表5 公司规模保费收入期限结构（单位：亿元）**

项目	2024年1-9月		2023年		2022年		2021年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
<b>新单保费</b>	<b>459.78</b>	<b>35.75%</b>	<b>515.46</b>	<b>46.92%</b>	<b>399.89</b>	<b>43.73%</b>	<b>362.62</b>	<b>42.26%</b>
其中：期缴保费	395.20	30.73%	419.77	38.21%	314.31	34.37%	232.22	27.06%
趸缴保费	54.74	4.26%	87.28	7.94%	80.26	8.78%	126.46	14.74%
短期险保费	9.84	0.77%	8.41	0.77%	5.32	0.58%	3.94	0.46%
<b>续期保费</b>	<b>826.30</b>	<b>64.25%</b>	<b>583.24</b>	<b>53.08%</b>	<b>514.52</b>	<b>56.27%</b>	<b>495.53</b>	<b>57.74%</b>
<b>规模保费合计</b>	<b>1,286.08</b>	<b>100.00%</b>	<b>1,098.70</b>	<b>100.00%</b>	<b>914.41</b>	<b>100.00%</b>	<b>858.15</b>	<b>100.00%</b>

注：上表规模保费基于旧保险合同准则核算；短期险包括短期意外险及短期健康险。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司构建了以邮银渠道为核心的业务布局，通过打造城市骨干网点辐射带动周边网点共同提升期缴产品常态化营销能力，支撑邮银渠道价值化发展，近年来邮银渠道保费收入对规模保费收入的贡献度均

保持在96%以上。中邮保险为邮政集团下属子公司，构建了“自营+代管”的业务模式，利用股东邮政网络资源触达全国城乡约4万个金融网点、超过6亿零售客户，具有显著的客户资源优势。公司近年不断丰富业务渠道，打造保险规划师、专职讲师、兼职讲师“三支队伍”，启动消费者教育基地（健康驿站）建设，搭建专业营销新场景；同时与招商银行、交通银行、中信银行和民生银行等商业银行开展合作，拓展业务群体并丰富客户层次，2023年公司通过上述银行渠道实现新单保费37.5亿元，在公司银保渠道中的占比约8%。现阶段公司银保条线业务渠道仍以邮政集团及邮储银行为主，银保业务和整体保单销售渠道的多元化程度均有待进一步提升。

**表6 按渠道划分的规模保费结构（单位：亿元）**

项目	2024年1-9月		2023年		2022年		2021年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
银保渠道	1,247.17	96.97%	1,081.55	98.44%	908.10	99.31%	854.87	99.62%
公司直销	11.34	0.88%	11.25	1.02%	6.31	0.69%	3.28	0.38%
中介代理渠道	27.57	2.14%	5.90	0.54%	0.00	0.00%	0.00	0.00%
<b>规模保费合计</b>	<b>1,286.08</b>	<b>100.00%</b>	<b>1,098.70</b>	<b>100.00%</b>	<b>914.41</b>	<b>100.00%</b>	<b>858.15</b>	<b>100.00%</b>

注：上表规模保费基于旧保险合同准则核算。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

### 承保利润

中邮保险强化价值导向，加大长期期缴产品销售力度，近年来新业务价值率呈上升趋势，带动内含价值快速增长，同时保单继续率维持在较高水平，现阶段退保风险可控

近年来公司加大增额终身寿险等产品销售力度，保险业务收入规模稳健增长，2021-2023年复合增长率为13.15%。2023年公司与中国人寿再保险股份有限公司的再保险业务规模上升，分出保费增长至10.77亿元。2021-2023年公司已赚保费年复合增长率为12.68%。2024年以来，公司执行新保险合同准则，前三季度实现保险服务收入64.83亿元。

**表7 公司保险服务收入及已赚保费情况（单位：亿元）**

项目	2024年1-9月	2023年	2022年	2021年
保险服务收入*	64.83	-	-	-
保险业务收入	-	1,098.66	914.34	858.09
减：分出保费	-	(10.77)	(0.83)	(0.80)
提取未到期责任准备金	-	(0.50)	(0.26)	(0.79)
已赚保费	-	1,087.39	913.25	856.50

注：“\*”表示新保险合同准则实施后的新增项目，保险业务收入、分出保费、提取未到期责任准备金以及已赚保费项目已不再适用，“-”为不适用或无数据。

资料来源：公司2021-2023年审计报告、未经审计的2024年三季度财务报表，中证鹏元整理

近年来公司强化价值导向理念，向价值率高的长期期交型业务转型，推动公司新业务价值快速增长，2021-2023年新业务价值年复合增长23.97%；2023年公司新业务价值率为16.05%，较2021年上升1.22个百分点。受益于“报行合一”等政策的加速落地，2024年前三季度公司实现新业务价值96.71亿元，

新业务价值率进一步上升至 21.02%。随着新业务价值的增长，公司内含价值持续增长，2021-2023 年末复合增长率为 15.62%；受益于盈利改善带来的权益规模回升，公司 2024 年 9 月末内含价值较 2023 年末大幅增长 24.32% 至 697.90 亿元。

**表8 公司内含价值情况（单位：亿元）**

项目	2024 年 9 月	2023 年	2022 年	2021 年
新业务价值	96.71	82.67	70.51	53.79
新业务价值率	21.02%	16.05%	17.65%	14.83%
内含价值	697.90	561.37	465.42	419.91

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司 2021 年退保金和综合退保率相对偏高，从产品来看，2021 年退保金主要来自于中邮年年好财寿嘉养老年金保险，该产品目前基本已全部退保，对公司未来退保情况的影响相对有限。因部分产品集中进入满期给付阶段，公司近年赔付支出增长较快，2021-2023 年复合增长率为 114.25%。近年来公司致力于提高业务质量，2023 年 13 个月和 25 个月保单继续率分别为 93.51% 和 91.90%，稳定在较高水平。2024 年 1-9 月，公司保险服务费用为 9.07 亿元，13 个月保单继续率和 25 个月保单继续率分别为 95.29% 和 92.45%。总体来看，公司现阶段退保风险可控。

**表9 公司保险服务费用及赔付和退保情况（单位：亿元）**

项目	2024 年 1-9 月	2023 年	2022 年	2021 年
保险服务费用*	(9.07)	-	-	-
退保金	-	(75.43)	(68.06)	(125.40)
赔付支出	-	(468.94)	(220.31)	(102.16)
综合退保率	1.33%	1.60%	1.75%	3.91%
13 个月保单继续率	95.29%	93.51%	92.82%	92.29%
25 个月保单继续率	92.45%	91.90%	90.77%	93.71%

注：“\*”表示新保险合同准则实施后的新增项目，退保金、赔付支出项目已不再适用；“-”为不适用或无数据。

资料来源：公司 2021-2023 年审计报告、未经审计的 2024 年三季度财务报表及公司提供，中证鹏元整理

## 投资收益

公司投资资产规模保持较快增长，投资标的以固定收益类资产为主；受资本市场波动影响，公司投资收益波动较大，对公司盈利稳定性带来挑战，需关注未来投资收益实现情况

近年随着保险业务的稳健发展，公司可运用保险资金规模持续增长带动投资资产规模保持较快增长。截至 2023 年末，公司投资资产规模合计 4,765.78 亿元。截至 2024 年 9 月末，公司投资资产规模合计 5,952.64 亿元，较 2023 年末增长 24.90%。在投资资产大类配置策略上，公司结合市场实际情况和公司风险偏好，平衡投资收益和利润目标、资产负债、偿付能力、波动管理等多维度要求，目前资产配置结构以固收类资产为主，同时公司通过股票类资产动态配置以实现市场变化的灵活应对，争取超额收益。

公司固定收益类投资资产包括债券投资、固收型基金、固收型资管产品及银行存款，以债券投资为主。2021年以来，公司固收型基金、固收型资管产品配置规模和比例呈波动下降态势，公司持续增加长久期利率债配置，债券投资规模持续增长。截至2023年末，债券投资规模较2021年末大幅增长102.43%至2,583.96亿元，配置比例上升20.65个百分点至54.22%。公司持有债券以金融债和政府债为主，含少量外部评级为AAA级的企业债，发行方以国企、央企为主。公司固收型基金及固收型资管产品投资的底层资产主要为外部级别为AAA的企业债，截至2023年末其配置比例较2021年末下降18.40个百分点至13.43%，主要系公司大幅减少受市场波动影响较大的净值型固收产品所致。公司银行存款交易对手外部评级均为AAA级，主要为股份制商业银行和城市商业银行。截至2024年9月末，公司持仓的固收类资产未出现违约情况，现阶段信用风险整体可控，但仍需关注债券市场信用风险持续暴露带来的压力。

公司投资权益类资产包括股票、股票/混合型基金、股票/混合型资管产品、股权投资基金、未上市企业股权。公司权益投资以价值投资为主，主要投向通信电子、国防军工、电力设备、交通运输、医药、食品饮料、金融、化工等行业。公司根据市场节奏与形势动态调整股票类资产风险敞口，积极把握阶段性、结构性机会，同时坚持“高股息、高分红”的股息价值策略，截至2024年9月末，公司权益类资产余额为755.06亿元，在投资资产中的占比为12.68%。

公司不动产类投资主要包括基础设施债权/股权投资计划和不动产投资计划，底层资产主要为国家重点基础设施建设项目，融资主体主要为大型央企及优质地方国企。截至2024年9月末，公司不动产类资产余额为76.86亿元，在投资资产中的占比为1.29%。

**表10 公司投资资产结构情况（单位：亿元）**

项目	2024.09		2023		2022		2021	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
<b>流动性资产合计</b>	<b>29.92</b>	<b>0.50%</b>	<b>91.11</b>	<b>1.91%</b>	<b>73.77</b>	<b>1.68%</b>	<b>129.63</b>	<b>3.41%</b>
货币市场基金	0.00	0.00%	0.00	0.00%	0.00	0.00%	15.00	0.39%
银行活期存款	5.17	0.09%	1.58	0.03%	18.87	0.43%	20.71	0.54%
货币市场类保险资产管理产品	1.01	0.02%	0.00	0.00%	26.36	0.60%	77.44	2.04%
剩余期限不超过1年的政府债券、准政府债券	0.00	0.00%	8.40	0.18%	8.00	0.18%	15.11	0.40%
逆回购协议	23.74	0.40%	81.13	1.70%	20.54	0.47%	1.36	0.04%
<b>固收类资产</b>	<b>4,943.47</b>	<b>83.05%</b>	<b>3,957.85</b>	<b>83.05%</b>	<b>3,542.05</b>	<b>80.65%</b>	<b>3,190.68</b>	<b>83.91%</b>
银行存款	825.51	13.87%	733.75	15.40%	717.00	16.33%	704.00	18.51%
固收型基金	97.84	1.64%	320.35	6.72%	723.97	16.48%	560.28	14.74%
债券投资	3,754.51	63.07%	2,583.96	54.22%	1,423.02	32.40%	1,276.47	33.57%
固收型资管产品	265.62	4.46%	319.79	6.71%	678.06	15.44%	649.93	17.09%
<b>权益类资产</b>	<b>755.06</b>	<b>12.68%</b>	<b>576.74</b>	<b>12.10%</b>	<b>567.86</b>	<b>12.93%</b>	<b>398.65</b>	<b>10.48%</b>
股票	241.60	4.06%	41.02	0.86%	37.39	0.85%	76.07	2.00%
股票/混合型基金	212.50	3.57%	184.36	3.87%	165.29	3.76%	90.76	2.39%

项目	2024.09		2023		2022		2021	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
股票/混合型理财产品	66.40	1.12%	118.26	2.48%	178.96	4.07%	70.79	1.86%
股权投资基金及未上市企业股权	234.56	3.94%	233.10	4.89%	186.22	4.24%	161.02	4.15%
<b>不动产类资产</b>	<b>76.86</b>	<b>1.29%</b>	<b>76.39</b>	<b>1.60%</b>	<b>78.48</b>	<b>1.79%</b>	<b>70.35</b>	<b>1.85%</b>
基础设施债权投资计划	56.27	0.95%	62.30	1.31%	64.06	1.46%	52.23	1.37%
不动产投资计划	8.36	0.14%	2.32	0.05%	2.30	0.05%	6.30	0.17%
基础设施股权投资计划	12.22	0.21%	11.77	0.25%	12.12	0.28%	11.82	0.31%
<b>其他金融资产</b>	<b>147.33</b>	<b>2.48%</b>	<b>63.68</b>	<b>1.34%</b>	<b>129.58</b>	<b>2.95%</b>	<b>13.05</b>	<b>0.34%</b>
信托公司集合资金信托计划	70.40	1.18%	15.12	0.32%	17.02	0.39%	4.00	0.11%
其他	76.93	1.29%	48.56	1.02%	112.57	2.56%	9.05	0.24%
<b>投资资产合计</b>	<b>5,952.64</b>	<b>100.00%</b>	<b>4,765.78</b>	<b>100.00%</b>	<b>4,391.74</b>	<b>100.00%</b>	<b>3,802.35</b>	<b>100.00%</b>

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

近年来资本市场波动加剧，公司投资收益表现波动较大。2022年公司投资收益率为4.84%，同比上升0.04个百分点；但受市场波动影响，公司持有的股票、基金等可供出售类金融资产公允价值下跌，导致当年综合投资收益率为-0.01%。2023年，公司对部分价格下跌幅度较大的基金及保险资管产品进行减仓，处置交易性金融资产产生的投资收益为-128.68亿元，受此影响，当年投资收益率下降至2.70%。但同时，因市场利率持续下降，公司所持有的固定收益类投资资产估值上升，带动公司综合投资收益率大幅上升至3.01%。2024年1-9月，公司未经年化的投资收益率为3.80%；此外2024年以来债权性投资资产估值持续上升，同时公司将部分投资资产由债权投资重分类入其他债权投资项目下，导致投资业务产生的其他综合收益大幅增长，带动公司2024年前三季度未经年化的综合投资收益率大幅上升至7.88%。未来仍需关注资本市场不确定性对公司投资收益水平可能带来的影响。

**表11 公司投资收益情况（单位：亿元）**

项目	2024年1-9月	2023年	2022年	2021年
投资收益	(53.25)	(29.49)	215.87	166.18
利息收入*	90.12	91.40	-	-
公允价值变动收益	157.39	64.29	0.00	0.00
投资收益率	3.80%	2.70%	4.84%	4.80%
综合投资收益率	7.88%	3.01%	(0.01%)	4.76%

注：“\*”表示新金融工具准则实施后的新增项目，“-”为不适用或无数据；投资收益率及综合投资收益率为偿付能力报告口径数据；2024年1-9月为未经年化数据。

资料来源：公司2021-2023年审计报告、未经审计的2024年三季度财务报表、2021-2023年第四季度偿付能力报告摘要、2024年第三季度偿付能力报告摘要及公司提供，中证鹏元整理

## 资本回报

公司保费收入规模保持稳步增长，但受750曲线下行影响，公司增提准备金；叠加投资收益不及预期，2023年公司出现亏损，需持续关注前述因素对公司盈利能力的影响

近年来公司加大传统寿险营销力度，保险业务收入和已赚保费规模保持增长，2021-2023 年公司保险业务收入年复合增长率为 13.15%，已赚保费年复合增长率为 12.68%。投资收益方面，受资本市场波动影响，公司投资回报规模波动较大，2022 年公司投资收益为 215.87 亿元，同比增长 29.90%；2023 年公司投资业务的收益情况不及预期，全年投资收益为-29.49 亿元，利息收入为 91.40 亿元、公允价值变动收益为 64.29 亿元。在上述因素共同影响下，公司营业收入保持增长，2021-2023 年复合增长率为 8.91%，2023 年公司实现营业收入 1,213.67 亿元，较 2022 年增长 7.42%。

随着业务持续发展，公司营业支出呈同步增长趋势，2021-2023 年，公司营业支出年复合增长率为 14.88%，2023 年公司营业支出为 1,336.79 亿元，较 2022 年增长 18.71%。公司 2021 年退保金规模较高，随着年金产品退保高峰逐步消退，公司近年退保金规模呈下降趋势，2023 年公司退保金规模为 75.43 亿元，较 2021 年下降 39.85%。受满期给付增长影响，公司近年赔付支出持续上升，2023 年公司赔付支出为 468.94 亿元，为 2021 年的 4.59 倍。因满期给付增加，公司准备金相应释放，但受 750 日移动平均国债收益率曲线下行影响，公司在 2023 年提取的保险责任准备金规模仍较大。上述因素综合影响下，2023 年公司提取保险责任准备金 554.90 亿元，较 2021 年下降 13.06%。2021-2023 年，公司手续费及佣金支出年复合增长率为 44.17%，主要系手续费率相对较高的终身寿险、长期健康险保费收入同比快速增长所致。

2022 年，公司实现营业利润 3.77 亿元，较 2021 年下降 62.95%；净利润 3.97 亿元，较 2021 年下降 71.70%；同时因可供出售金融资产公允价值下跌，2022 年公司其他综合收益税后净额下降至-186.77 亿元；导致公司 2022 年综合收益总额为-182.80 亿元。2023 年，公司净利润为-120.14 亿元，其中因 750 日移动平均国债收益率曲线平移和下行，公司大幅增提准备金导致当年会计利润减少 112.1 亿元。因债权性投资资产估值回升，公司确认其他综合收益的税后净额 10.89 亿元。2023 年公司综合收益总额为-109.25 亿元，同比上升 73.55 亿元。

2024 年以来，公司执行新保险合同准则，营业总收入主要由保险服务收入、利息收入、投资收益及公允价值变动收益等构成，营业总支出主要包括保险服务费用、承保财务损失、利息支出、业务及管理费和信用减值损失等。新保险合同准则下，公司使用其他综合收益选择权，将折现率变动影响计入其他综合收益，同时将部分投资资产由以摊余成本计量的债权投资重分类为以公允价值计量且其变动计入其他综合收益的其他债权投资，以实现更好的资产负债匹配效果。2024 年 1-9 月，公司实现营业总收入 260.27 亿元，营业总支出为 151.70 亿元，净利润为 108.01 亿元。2024 年 1-9 月，公司其他债权投资估值回升产生的其他综合收益税后净额为 191.23 亿元，保险合同金融变动产生的其他综合收益税后净额为-316.06 亿元。综合影响下，2024 年 1-9 月，公司其他综合收益的税后净额为-113.52 亿元，综合收益总额为-5.51 亿元。整体来看，资本市场波动、国债收益率曲线下行等因素对公司净利润和综合收益水平产生较大影响，未来需持续关注前述因素对公司盈利能力的影响。

**表12 公司主要盈利指标（单位：亿元）**

项目	2024年1-9月	2023年	2022年	2021年
营业（总）收入	260.27	1,213.67	1,129.88	1,023.18
其中：保险服务收入*	64.83	-	-	-
已赚保费	-	1,087.39	913.25	856.50
保险业务收入	-	1,098.66	914.34	858.09
减：分出保费	-	(10.77)	(0.83)	(0.80)
提取未到期责任准备金	-	(0.50)	(0.26)	(0.79)
利息收入*	90.12	91.40	-	-
投资收益	(53.25)	(29.29)	215.87	166.18
公允价值变动收益	157.39	64.29	0.00	0.00
营业（总）支出	(151.70)	(1,336.79)	(1,126.11)	(1,013.00)
其中：保险服务费用*	(9.07)	-	-	-
承保财务损失*	(127.72)	-	-	-
退保金	-	(75.43)	(68.06)	(125.40)
赔付支出	-	(468.94)	(220.31)	(102.16)
提取保险责任准备金	-	(554.90)	(632.09)	(638.27)
手续费及佣金支出	-	(164.24)	(116.08)	(79.02)
业务及管理费	(2.44)	(24.86)	(20.36)	(18.35)
资产减值损失	(0.00)	(0.00)	(10.87)	(3.37)
信用减值损失*	(0.60)	(0.58)	-	-
营业利润	108.58	(123.12)	3.77	10.17
营业外收入	0.10	0.00	3.50	4.58
利润总额	108.09	(123.70)	7.09	14.56
净利润	108.01	(120.14)	3.97	14.03
其他综合收益税后净额	(113.52)	10.89	(186.77)	(1.59)
综合收益总额	(5.51)	(109.25)	(182.80)	12.44
总资产收益率	-	(2.59%)	0.09%	0.41%
净资产收益率	-	(73.52%)	1.59%	5.11%

注：“\*”表示新金融工具准则和新保险合同准则实施后的新增项目，“-”为不适用或无数据。

资料来源：公司 2021-2023 年审计报告、未经审计的 2024 年三季度财务报表，中证鹏元整理

## 七、 资本充足性

受资本市场波动以及偿二代二期工程实施等因素影响，2022年末公司偿付能力指标下降；2023年以来公司调整资产配置结构，同时得益于保单未来盈余增加、监管规则调整等因素，公司偿付能力指标有所回升

随着公司保险业务规模不断扩大，近年来公司准备金规模持续上升，带动认可负债规模保持增长，2021-2023年末认可负债年均复合增长率为10.38%，2023年末为4,338.00亿元。近年来公司认可资产规模保持增长，2023年末增至4,919.76亿元，2021-2023年末年均复合增长率为10.76%，增速略高于认可负债增速。公司实际资本稳步增长，2021-2023年末年均复合增长率为13.70%，截至2023年末为581.76亿元。

从偿付能力充足情况看，2022年公司增资扩股，引入友邦保险作为战略投资者，截至2022年末，公司股本由上年末的215.00亿元增至286.63亿元，但受资本市场波动影响，公司可供出售金融资产公允价值下降，导致其他综合收益规模和所有者权益规模较上年末下降。截至2022年末，公司所有者权益合计218.58亿元，较2021年末下降22.24%。同时公司自2022年开始执行偿二代二期工程，偿二代二期监管要求下部分保单盈余由核心一级资本转移至附属资本，上述因素共同导致公司核心资本规模出现下降。叠加公司业务规模增长等因素影响，截至2022年末，公司核心偿付能力充足率较2021年末下降26.86个百分点至73.70%；综合偿付能力充足率较2021年末下降23.66个百分点至132.86%。

2023年以来，公司优化资产配置结构，重点增加能对冲利率风险的债券配置，以降低最低资本占用，最低资本较上年末有所下降；同时得益于保单未来盈余增加、监管规则调整<sup>3</sup>等因素，公司实际资本规模同比上升、最低资本规模同比下降，带动公司2023年末核心偿付能力充足率和综合偿付能力充足率较2022年末分别上升11.70个百分点和27.47个百分点至85.40%和160.33%。受益于权益规模的回升，截至2024年9月末，公司核心偿付能力充足率和偿付能力充足率分别进一步上升至123.22%和196.88%，公司偿付能力满足监管要求。此外，本期债券的发行也有助于公司核心偿付能力充足率的提升。但整体来看，随着各项业务持续开展以及资本市场波动和市场利率下行等因素影响，未来公司偿付能力充足性情况和面临的资本补充压力仍需关注。

**表13 公司主要资本充足性指标（单位：亿元）**

项目	2024.09	2023	2022	2021
认可资产	6,019.26	4,919.76	4,459.88	4,010.17
认可负债	5,161.73	4,338.00	3,964.17	3,560.18
实际资本	857.53	581.76	495.71	450.00
其中：核心资本	536.68	309.87	274.99	289.12
最低资本	435.56	362.85	373.10	287.50
核心偿付能力充足率	123.22%	85.40%	73.70%	100.56%
综合偿付能力充足率	196.88%	160.33%	132.86%	156.52%

注：公司自2022年开始按照偿二代二期规则要求计算和披露偿付能力相关数据和指标。

资料来源：公司2021-2023年经审计第4季度偿付能力报告及未经审计的2024年第3季度偿付能力报告，中证鹏元整理

## 八、外部特殊支持分析

公司为邮政集团旗下具有重要战略地位的人身险公司，邮政集团综合实力极强，在品牌、业务协同和资本补充等方面均对公司提供大力支持

截至2024年9月末，公司注册资本和实收资本均为286.63亿元，邮政集团直接和间接合计持有公司75.01%的股权，为公司实际控制人。

<sup>3</sup> 2023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%。

中证鹏元认为实际控制人邮政集团对公司具有非常强的支持意愿，主要体现在：作为邮政集团旗下人身险公司，公司在邮政集团体系中具有重要战略地位。邮政集团体系秉持“一个中国邮政”发展理念，长期以来，公司在品牌、业务协同和资本补充等方面获得实际控制人的大力支持。

同时，中证鹏元认为邮政集团提供支持的能力很强，主要体现在：邮政集团原名中国邮政集团公司，是在原国家邮政局所属的经营性资产和部分企事业单位的基础上组建成立的大型国有企业，财政部是邮政集团的控股股东和实际控制人。邮政集团以邮政、快递物流、金融、电子商务等为主业，多元化经营程度高；经过多年持续发展，邮政集团已转型升级为实业与金融相结合、业务多元化的大型企业集团，综合实力极强。截至2023年末，邮政集团资产总额为16.40万亿元，所有者权益合计0.99万亿元，2023年邮政集团实现营业总收入7,983.85亿元，实现净利润733.21亿元。

## 跟踪评级安排

根据监管部门规定及本评级机构跟踪评级制度，本评级机构在初次评级结束后，将在受评债券存续期间对受评对象开展定期以及不定期跟踪评级，本评级机构将持续关注受评对象外部经营环境变化、经营或财务状况变化以及偿债保障情况等因素，以对受评对象的信用风险进行持续跟踪。在跟踪评级过程中，本评级机构将维持评级标准的一致性。

在本期债券存续期内，中证鹏元将根据监管部门规定出具定期跟踪评级报告。届时，发行主体须向本评级机构提供最新的财务报告及相关资料，本评级机构将依据受评对象信用状况的变化决定是否调整信用评级。

自本次评级报告出具之日起，当发生可能影响本次评级报告结论的重大事项时，发行主体应及时告知本评级机构并提供评级所需相关资料。本评级机构亦将持续关注与受评对象有关的信息，在认为必要时及时启动不定期跟踪评级。本评级机构将对相关事项进行分析，并决定是否调整受评对象信用评级。

如发行主体不配合完成跟踪评级尽职调查工作或不提供跟踪评级资料，本评级机构有权根据受评对象公开信息进行分析并调整信用评级，必要时，可公布信用评级暂时失效或终止评级。

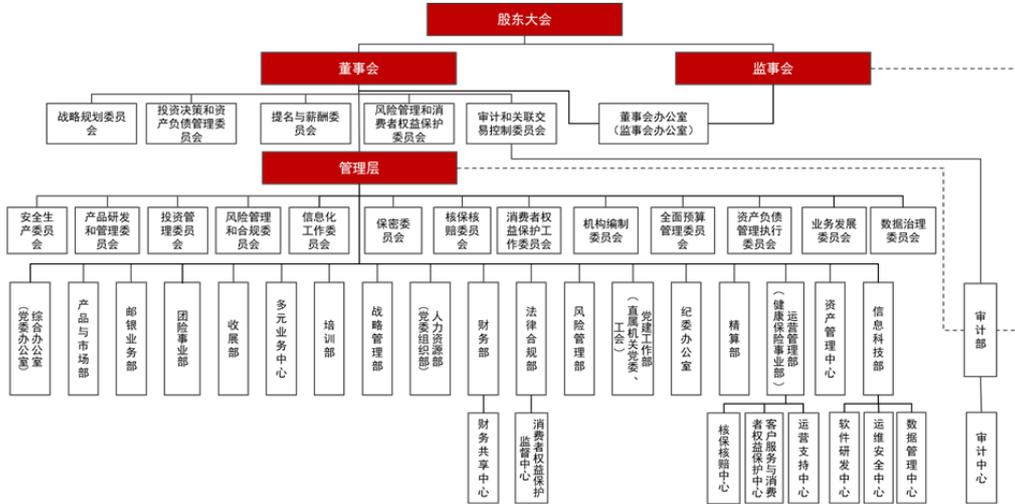
本评级机构将通过监管部门指定的网站和本评级机构网站披露跟踪评级结果与跟踪评级报告。

## 附录一 公司股权结构情况（截至 2024 年 9 月末）

股东名称	持股数（亿股）	持股比例
中国邮政集团有限公司	109.48	38.20%
友邦保险有限公司	71.63	24.99%
北京中邮资产管理有限公司	43.00	15.00%
中国集邮有限公司	34.94	12.19%
邮政科学研究规划院有限公司	27.58	9.62%
<b>合计</b>	<b>286.63</b>	<b>100.00%</b>

资料来源：公开资料，中证鹏元整理

## 附录二 公司组织架构图（截至 2024 年 9 月末）



资料来源：公司提供

### 附录三 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：亿元）	2024.09	2023	2022	2021
货币资金	17.96	12.13	51.97	151.21
定期存款	668.89	674.26	659.00	661.00
交易性金融资产	1,131.01	1,417.88	0.00	0.00
债权投资*	0.00	1,281.11	-	-
其他债权投资*	3,613.65	1,063.77	-	-
可供出售金融资产	-	-	2,300.50	2,257.52
持有至到期投资	-	-	1,076.78	716.17
资产总额	5,977.75	4,818.57	4,460.39	4,009.89
卖出回购金融资产款	508.18	225.52	278.91	309.69
保险合同负债*	5,107.88	-	-	-
寿险责任准备金	-	4,142.81	3,598.06	2,979.91
应付债券	167.13	165.53	161.65	160.88
负债总额	5,808.22	4,710.34	4,241.81	3,728.78
所有者权益合计	169.53	108.23	218.58	281.10
营业（总）收入	260.27	1,213.67	1,129.88	1,023.18
保险服务收入*	64.83	-	-	-
已赚保费	-	1,087.39	913.25	856.50
投资收益	(53.25)	(29.47)	215.87	166.18
利息收入*	90.12	91.40	-	-
公允价值变动收益	157.39	64.29	0.00	0.00
营业（总）支出	(151.70)	(1,336.79)	(1,126.11)	(1,013.00)
保险服务费用*	(9.07)	-	-	-
承保财务损失*	(127.72)	-	-	-
退保金	-	(75.43)	(68.06)	(125.40)
提取保险责任准备金	-	(554.90)	(632.09)	(638.27)
赔付支出	-	(468.94)	(220.31)	(102.16)
手续费及佣金支出	-	(164.24)	(116.08)	(79.02)
营业利润	108.58	(123.12)	3.77	10.17
利润总额	108.09	(123.70)	7.09	14.56
净利润	108.01	(120.14)	3.97	14.03
综合收益总额	(5.51)	(109.25)	(182.80)	12.44
财务指标（单位：亿元）	2024.09	2023	2022	2021
认可资产	6,019.26	4,919.76	4,459.88	4,010.17
认可负债	5,161.73	4,338.00	3,964.17	3,560.18
实际资本	857.53	581.76	495.71	450.00
最低资本	435.56	362.85	373.10	287.50
核心偿付能力充足率	123.22%	85.40%	73.70%	100.56%
综合偿付能力充足率	196.88%	160.33%	132.86%	156.52%
综合退保率	1.33%	1.60%	1.75%	3.91%
13个月保单继续率	95.29%	93.51%	92.82%	92.29%

25个月保单继续率	92.45%	91.90%	90.77%	93.71%
营业费用率	-	18.36%	15.03%	11.46%
投资收益率	3.80%	2.70%	4.84%	1.01%
综合投资收益率	7.88%	3.01%	(0.01%)	4.76%
总资产收益率	-	(2.59%)	0.09%	0.41%
净资产收益率	-	(73.52%)	1.59%	5.11%

注：“\*”表示新金融工具准则和新保险合同准则实施后的新增项目，“-”为不适用或无数据。

资料来源：公司2021-2023年审计报告、未经审计的2024年三季度财务报表；2021-2023年经审计第4季度偿付能力报告、未经审计的2024年第3季度偿付能力报告及公司提供，中证鹏元计算及整理

## 附录四 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
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%
综合退保率	当期退保金 / (期初寿险、长期健康险责任准备金余额+长期险保费收入)×100%
综合赔付率	(赔付支出/已赚保费) ×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%
现金及投资资产规模	货币资金+交易性金融资产+买入返售金融资产+保户质押贷款+发放贷款及垫款+定期存款+可供出售金融资产+持有至到期投资+长期股权投资+投资性房地产+存出资本保证金+拆出资金
平均现金及投资资产规模	(本年现金及投资资产-本年卖出回购金融资产+上年现金及投资资产-上年卖出回购金融资产) / 2
投资收益率	(投资收益+公允价值变动收益+汇兑损益-投资资产减值损失-投资业务的税金及附加-利息支出) / 资金运用平均余额×100%
综合投资收益率	(投资收益+公允价值变动收益+汇兑损益+可供出售金融资产的公允价值变动净额-投资资产减值损失-投资业务的税金及附加-利息支出) / 资金运用平均余额×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%
总资产收益率	[净利润×2/(期初资产总额+期末总资产总额)]×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

### 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。

### 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。

### 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。

### 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。



中证鹏元公众号



中证鹏元视频号