

信用评级公告

联合〔2021〕6324号

联合资信评估股份有限公司通过对阳光人寿保险股份有限公司及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持阳光人寿保险股份有限公司主体长期信用等级为 AAA，“16 阳光人寿”“21 阳光人寿”信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

二〇二一年七月十四日

阳光人寿保险股份有限公司

2021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
阳光人寿保险股份有限公司	AAA	稳定	AAA	稳定
16 阳光人寿	AAA	稳定	AAA	稳定
21 阳光人寿	AAA	稳定	AAA	稳定

跟踪评级债项概况

债券简称	发行规模	期限	到期兑付日
16 阳光人寿	60 亿元	5+5 年	2026-9-25
21 阳光人寿	50 亿元	5+5 年	2031-3-30

评级时间：2021 年 7 月 14 日

主要数据

项目	2018 年末	2019 年末	2020 年末
资产总额(亿元)	2348.97	2661.62	3372.71
负债总额(亿元)	2069.22	2343.88	3017.16
保险合同准备金(亿元)	1092.74	1292.40	1631.88
股东权益(亿元)	279.76	317.74	355.55
注册资本(亿元)	183.43	183.43	183.43
核心偿付能力充足率(%)	196.51	194.76	187.61
综合偿付能力充足率(%)	221.49	215.25	205.84

项目	2018 年	2019 年	2020 年
营业收入(亿元)	523.52	624.40	738.42
已赚保费(亿元)	372.31	470.34	539.68
净利润(亿元)	39.02	33.98	38.36
投资收益(亿元)	115.34	120.67	164.82
投资资产收益率(%)	5.74	5.18	5.69
综合退保率(%)	18.57	6.79	3.28
综合费用率(%)	26.79	24.01	22.21
手续费及佣金率(%)	10.14	10.71	11.36
总资产收益率(%)	1.72	1.36	1.27
净资产收益率(%)	13.69	11.37	11.39

数据来源：阳光人寿审计报告、偿付能力报告，联合资信整理

分析师

林璐 李铭飞

电话：010-85679696

传真：010-85679228

邮箱：lianhe@lhratings.com

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

评级观点

联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）对阳光人寿保险股份有限公司（以下简称“阳光人寿”或“公司”）的评级反映了公司自身品牌效应强、具有较高的市场份额和行业知名度、偿付能力充足、业务转型成效显著、投资业务发展良好等有利因素。阳光人寿控股股东阳光保险集团股份有限公司以“一身四翼”的产业布局形成在保险多个细分领域的专业化业务能力，为公司开展多元化的业务推动形成了较强的支持。同时，联合资信也关注到，公司信用风险管理压力增加、资本市场波动等因素对公司未来经营发展带来一定的挑战，需持续关注投资风险和资产质量。

未来，阳光人寿将继续推动业务转型，按照公司战略规划，在业务发展、各项管理等方面持续优化升级。此外，需关注疫情影响下公司个人代理渠道的业务开展情况。

综上所述，联合资信评估股份有限公司确定维持阳光人寿保险股份有限公司主体长期信用等级为 AAA，“16 阳光人寿”“21 阳光人寿”信用等级为 AAA，评级展望为稳定。该评级结论反映了阳光人寿保险有限公司已发行的资本补充债券违约风险极低。

优势

1. **公司品牌效应较强，市场排名及占有率较高。**阳光人寿在业内具有较高知名度，具有较强的品牌竞争力，资本及收入水平在行业内处于上游水平，市场份额相对较高。
2. **业务价值转型成效逐步显现。**阳光人寿保险业务的价值转型效果逐步显现，保险业务收入有所提升，公司价值指标持续向好。
3. **投资业务发展良好。**阳光人寿投资策略较为稳健，投资收益处于行业较好水平。

4. **偿付能力充足。**阳光人寿偿付能力持续处于充足水平。
5. **股东实力强，对公司形成有力支持。**阳光人寿控股股东阳光保险集团股份有限公司通过整合旗下保险和投资资源，能够从业务拓展、内部管理等方面给予公司支持。

关注

1. **固定收益类资产占比较高，需关注相关信用风险。**阳光人寿债务工具投资规模较大，且个别信托计划面临一定的兑付不确定性，需关注相关信用风险。
2. **资本市场的不确定性对公司盈利带来压力。**在当前资本市场震荡的市场环境下，投资资产的价值波动给公司风险管理和盈利稳定性带来一定挑战。
3. **市场竞争加剧，业务发展及盈利承压。**宏观经济、监管环境的不确定性及行业市场竞争加剧、资本市场波动对寿险行业盈利水平和风险管理产生一定压力。此外，保险费率改革、市场竞争加剧、资本市场波动以及新冠疫情的发生等因素对寿险行业盈利水平和风险管理产生一定压力。
4. **资本补充债券受偿顺序劣后，存在劣后受偿风险。**资本补充债券索偿权排在保单责任、银行借款等普通负债之后，具有一定的劣后受偿风险。

声 明

一、本报告引用的资料主要由阳光人寿保险股份有限公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

二、除因本次评级事项联合资信与该公司构成委托关系外，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。

三、联合资信与评级人员履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则，符合真实性、准确性、完整性要求。

四、本报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因该公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

六、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债项到期兑付日有效；根据后续跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

阳光人寿保险股份有限公司

2021年跟踪评级报告

一、主体概况

阳光人寿保险股份有限公司（以下简称“阳光人寿”或公司）成立于 2007 年 12 月，初始注册资本 5 亿元。历经数次增资扩股，截至 2020 年末，阳光人寿的注册资本及实收资本均为 183.43 亿元。目前，阳光人寿资本规模在国内寿险行业中位居前列，阳光保险集团股份有限公司（以下简称“阳光保险集团”）持有公司 99.9999% 的股份，为公司的控股股东，阳光人寿无实际控制人，各股东持股比例见表 1。

截至 2020 年末，阳光人寿经营区域覆盖全国 29 个省、市、自治区；开业机构数量 996 家，其中二级机构 33 家，三级机构 211 家，四、五级机构 735 家，电销中心 17 家；共有正式员工 9669 人，代理人 9.61 万人。截至 2020 年末，阳光人寿控股子公司包括：海南阳光鑫海发展有限公司、重庆阳光悦和投资发展有限公司、阳光盛和（济南）投资有限公司、阳光泰和（济南）置业有限公司、海南阳光颐和健康产业发展有限公司、成都阳光泰和置业有限责任公司、南宁阳光嘉和投资发展有限公司、南宁阳光钧和投资发展有限公司、东莞阳光泰和投资有限公司、Sunflower Investment Co., Limited 和 Cedar International Capital Limited 等 18 家注册于中国内地及香港地区的公司，以及 Spruce Capital (SINGAPORE) Private Ltd.、Spruce Australia Assets Management Pty Ltd.、Spruce Australia Pty Ltd.、Sunflower Bermuda Capital Ltd.、Cedar Australia Pty Ltd. 和 Sunflower American Capital Ltd. 等 10 家注册于海外的公司。

表 1 2020 年末公司股东持股情况 单位：%

序	股东名称	持股比例
1	阳光保险集团股份有限公司	99.9999

2	拉萨市慧聚企业管理咨询有限公司	0.0001
合计		100.00

数据来源：阳光人寿提供，联合资信整理

阳光人寿的经营范围：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；证券投资基金销售业务；经中国银保监会批准的其他业务。

阳光人寿注册地址：海南省三亚市迎宾路 360-1 号三亚阳光金融广场 16 层。

阳光人寿法定代表人：李科。

二、已发行债券概况

阳光人寿存续期内并经联合资信评估股份有限公司评级的债券为 2016 年资本补充债券（60 亿元）以及 2021 年资本补充债券（50 亿元），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	付息频率
16 阳光人寿	60 亿元	3.60%	(5+5) 年	年付
21 阳光人寿	50 亿元	4.40%	(5+5) 年	年付

数据来源：中国货币网，联合资信整理

2020 年以来，阳光人寿根据债券发行条款的规定，在资本补充债券付息日之前及时公布了债券付息公告，并按时足额支付了债券当期利息。

三、经营环境分析

1. 宏观经济与政策环境分析

2020 年，新冠肺炎疫情全球大流行，对各国经济和贸易造成严重冲击，全球经济陷入深度衰退。我国宏观政策加大逆周期调节力度对

冲疫情负面影响，以“六稳”“六保”为中心，全力保证经济运行在合理区间。在此背景下，2020年我国经济逐季复苏，GDP全年累计增长2.30%¹，成为全球主要经济体中唯一实现正增长的国家，GDP首次突破百万亿大关，投资超越消费再次成为经济增长的主要驱动力。

2021年一季度，我国经济运行持续恢复，宏观政策整体保持了连贯性，稳健的货币政策灵活精准、合理适度，把服务实体经济放到更加突出的位置；积极的财政政策提质增效，推动经济运行保持在合理区间。

经济修复有所放缓。2021年一季度，我国国内生产总值现价为24.93万亿元，实际同比增长18.30%，两年平均增长5.00%²，低于往年同期水平，主要是受到疫情反复、财政资金后置等短期影响拖累。分产业看，三大产业中第二产业恢复最快，第三产业仍有较大恢复空间。具体看，第二产业增加值两年平均增长6.05%，已经接近疫情前正常水平（5%~6%），第二产业恢复情况良好，其中工业生产恢复良好，工业企业盈利改善明显；而一、三产业仍未回到疫情前水平。其中第一产业增加值两年平均增长2.29%，增速略微低于疫情前正常水平；第三产业两年平均增长4.68%，较2019年同期值低2.52个百分点，第三产业仍有恢复空间，主要是由于年初局部疫情爆发拖累了服务业的修复进程。

消费对GDP的拉动作用明显提升，成为拉动经济的主引擎；投资拉动垫底；净出口创2007年以来新高。从两年平均增长来看，2021年一季度社会消费品增速为4.20%，延续了上年逐季恢复的趋势，与疫情前水平的差距进一步缩小；消费超越投资重新成为拉动经济增长的主引擎，疫情以来对GDP增长的拉动作用首次转正，但仍低于疫情前正常水平。一季度

固定资产投资完成额9.60万亿元，同比增长25.60%，两年平均增长2.90%，与疫情前正常水平差距较大，固定资产投资仍处在修复过程中；资本形成总额对GDP增长的拉动作用最弱，疫情以来主要靠投资拉动的经济增长模式有所改变。一季度外贸实现开门红，贸易顺差7592.90亿元，较上年同期扩大690.60%，净出口对GDP增长的拉动作用延续上年逐季上升的趋势，达到2007年以来的最高水平。一季度三大需求对GDP增长的拉动情况反映出经济内在增长动力较上年有所增强，经济结构进一步改善。

居民消费价格指数运行平稳，生产者价格指数结构性上涨。2021年一季度，全国居民消费价格指数（CPI）和扣除食品和能源价格后的核心CPI累计同比增速均为0，较上年同期分别回落4.9和1.30个百分点，处于低位。2021年一季度，全国工业生产者出厂价格指数（PPI）累计同比上涨2.10%，呈现逐月走高的趋势。国际大宗商品价格上涨推高钢材、有色金属等相关行业出厂价格，带动PPI持续上行，加大了制造业的成本负担和经营压力。

社融存量增速下降。截至2021年一季度末，社融存量同比增速为12.30%，较上年末下降1个百分点，信用扩张放缓；2021年一季度新增社融10.24万亿元，虽同比少增0.84万亿元，但却是仅次于上年一季度的历史同期次高值，反映出实体经济融资需求仍较为旺盛。从结构来看，信贷和未贴现银行承兑汇票是支撑一季度社融增长的主要因素，企业债券和政府债券融资则是一季度新增社融的拖累项。货币供应量方面，截至2021年一季度末，M2余额227.65万亿元，同比增长9.40%，较上年末增速（10.10%）有所下降。同期M1余额61.61万亿元，同比增长7.10%，较上年末增速（8.60%）也有所下降，说明货币政策逆周期调节的力度趋于减弱。

¹ 文中GDP增长均为实际增速，下同。

² 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，文中使用的两年平均增长率为以2019年同期为基期进行比较计算的几何平均增长率，下同。

表 3 2017—2021 年一季度中国主要经济数据

项目	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年一季度 (括号内为两年平均增速)
GDP (万亿元)	83.20	91.93	98.65	101.60	24.93
GDP 增速 (%)	6.95	6.75	6.00	2.30	18.30 (5.00)
规模以上工业增加值增速 (%)	6.60	6.20	5.70	2.80	24.50 (6.80)
固定资产投资增速 (%)	7.20	5.90	5.40	2.90	25.60 (2.90)
社会消费品零售总额增速 (%)	10.20	8.98	8.00	-3.90	33.90 (4.20)
出口增速 (%)	10.80	7.10	5.00	4.00	38.70
进口增速 (%)	18.70	12.90	1.70	-0.70	19.30
CPI 增幅 (%)	1.60	2.10	2.90	2.50	0.00
PPI 增幅 (%)	6.30	3.50	-0.30	-1.80	2.10
城镇失业率 (%)	3.90	4.90	5.20	5.20	5.30
城镇居民人均可支配收入增速 (%)	6.50	5.60	5.00	1.20	13.70 (4.50)
公共财政收入增速 (%)	7.40	6.20	3.80	-3.90	24.20
公共财政支出增速 (%)	7.70	8.70	8.10	2.80	6.20

注：1. GDP 总额按现价计算；2. 出口增速、进口增速均以人民币计价统计；3. GDP 增速、规模以上工业增加值增速、城镇居民人均可支配收入增速为实际增长率，固定资产投资增速、社会消费品零售总额增速为名义增长率；4. 城镇失业率统计中，2017 年为城镇登记失业率，2018 年开始为城镇调查失业率，指标值为期末数

资料来源：联合资信根据国家统计局和 Wind 数据整理

一般公共预算收入累计增速转正，收支缺口较 2019 年同期有所收窄。2021 年一季度一般公共预算收入 5.71 万亿元，同比增长 24.20%，是 2020 年以来季度数据首次转正。其中税收收入 4.87 万亿元，占一般公共预算收入的 85.31%，同比增长 24.80%，同比增速较高主要受增值税、消费税恢复性增长带动，反映了企业经营以及居民消费的修复。一季度一般公共预算支出 5.87 万亿元，同比增长 6.20%，其中保民生、保就业是一季度的重点支出领域，债务付息创 2016 年以来同期最高增速。2021 年一季度一般公共预算收支缺口为 1588.00 亿元，缺口较 2020 年和 2019 年同期值有所收窄，可能与 2021 年一季度财政收入进度较快相关。2021 年一季度全国政府性基金收入 1.86 万亿元，同比增长 47.90%，主要是由于国有土地出让收入保持高速增长；政府性基金支出 1.73 万亿元，同比减少 12.20%，主要是由于地方政府专项债发行进度有所放缓。

就业压力有所缓解，但依然存在结构性矛盾，居民收入保持稳定增长。2021 年 1—3 月全国城镇调查失业率分别为 5.40%、5.50%和

5.30%。其中 1—2 月受春节因素影响，加上年初局部性疫情的影响，失业率有所上升；而 3 月随着疫情形势好转，企业复工复产进度加快，用工需求增加，就业压力有所缓解。2021 年一季度，全国居民人均可支配收入 9730.00 元，扣除价格因素后两年平均实际增长 4.50%，延续了上年一季度以来逐季走高的趋势，且与消费支出增速的差值进一步缩小，居民消费能力有所提高。

2. 宏观政策和经济前瞻

2021 年 4 月 30 日政治局会议强调，要精准实施宏观政策，保持宏观政策连续性、稳定性、可持续性，不急转弯，把握好时度效，固本培元，稳定预期，保持经济运行在合理区间，使经济在恢复中达到更高水平均衡。积极的财政政策要落实落细，兜牢基层“三保”底线，发挥对优化经济结构的撬动作用。政策重点从“稳增长”转向“调结构”，减税降费政策将会向制度性减税政策、阶段性的减税降费政策有序退出、强化小微企业税收优惠、加大对制造业和科技创新支持力度等四大方面倾斜。

稳健的货币政策要保持流动性合理充裕，强化对实体经济、重点领域、薄弱环节的支持，保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配，保持宏观杠杆率基本稳定。2021年3月22日全国主要银行信贷结构优化调整座谈会上提到要在管控好风险的同时，因地制宜增加经济困难省份信贷投放，支持区域协调发展。

2021年一季度经济修复有所放缓，主要是由于局部性疫情对服务业拖累较大，而随着疫苗的推广，疫情对经济的影响减弱，服务业有望加快恢复。未来随着疫情逐渐稳定，居民消费支出将继续修复，消费有望持续温和复苏；随着欧美经济逐渐恢复，外需有望继续保持强势增长；固定资产投资修复过程仍将持续，投资结构有望优化：房地产投资虽然韧性较强，但未来更多的将受制于信用收紧与结构性政策，大概率呈现下行趋势；基建投资则受制于资金来源以及逆周期调节必要性的下降，扩张空间有限，预计保持低速增长；而制造业投资目前表现较弱，但是生产端强劲，积极因素不断增加，随着企业利润不断修复，未来制造业投资增速有望加快。整体看，预计2021年我国经济将保持复苏态势，结构进一步优化。

3. 人身险行业发展概况

2020年以来，受新冠疫情的冲击，人身险业务原保险保费收入同比增速明显放缓；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，健康险保费收入占人身险原保险保费收入的比重有所提升。

2020年初，受新冠肺炎疫情影响，代理人线下展业较为困难，同时居民对自身金流预期趋于保守叠加其对未来经济恢复有所担忧，导致长期保障型险种营销面临较大压力，人身险公司原保费收入同比增速明显放缓。2020年，我国人身险业务原保险保费收入3.17万亿元，同比增长6.91%，增幅比上年下降6.85个百分点。其中，普通寿险实现原保险保费收入2.40万亿元，同比增长5.40%；健康险业务实现原保险保费收入0.71万亿元，同比增长11.38%。资产方面，截至2020年末，寿险公司总资产16.98万亿元，资产增速有所加快。

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，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2020年初新冠肺炎疫情冲击的背景下仍保持相对稳定的市场份额。但得益于近年来的业务结构调整以及渠道建设的不断完善，中小保险公司的市场竞争能力有所提升，整体行业集中程度持续下降。截至2020年末，根据wind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65%以上（见表3）。2020年，得益于较好的营销策略和相应的产品开发，新华人保及中邮人寿原保险保费收入排名均有所上升，华夏人寿因触发保险法接管条件被依法接管后其市场份额较上年明显下滑。此外，外资人身保险公司原保险保费收入合计市场份额为10.03%，市场占有率较上年度上升0.72个百分点，但仍处于在较低水平。

表4 人身保险公司市场集中度（原保险保费收入）

单位：%

排名	2018年		2019年		2020年	
	公司	占比	公司	占比	公司	占比
1	国寿股份	20.42	国寿股份	19.18	国寿股份	19.35
2	平安人寿	17.02	平安人寿	16.67	平安人寿	15.03
3	太保人寿	7.67	太保人寿	7.17	太保人寿	6.58
4	华夏人寿	6.03	华夏人寿	6.17	新华人寿	5.04
5	太平人寿	4.71	太平人寿	4.74	华夏人寿	4.64
6	新华人寿	4.66	新华人寿	4.66	太平人寿	4.56

7	泰康人寿	4.47	泰康人寿	4.42	泰康人寿	4.54
8	人保寿险	3.57	人保寿险	3.31	人保寿险	3.04
9	富德生命人寿	2.73	前海人寿	2.58	中邮人寿	2.59
10	天安人寿	2.23	中邮人寿	2.28	前海人寿	2.47
	合计	73.49	合计	71.18	合计	67.85

数据来源：2018年数据来自银保监会网站，2019年、2020年数据来自wind，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。2020年，我国寿险产品原保险保费收入占比仍维持在较高水平，但占比整体呈下降的趋势；在新冠肺炎疫情的影响下，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，健康险占比持续提升。2020年，我国寿险业务原保险保费收入占人身险业务的75.72%，健康险业务占22.29%。随着监管大力推动“保险姓保”，投资型保险产品的发展受到较大影响，中短期万能保险产品不断叫停，2020年以来万能险业务规模持续收缩。2020年，由于固收类投连险业务对资本占用规模较小，人身险公司加大了固收类投连险业务的拓展力度，投连险业务规模有所下降，但投连险业务规模整体仍呈快速下降趋势。

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。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

保险公司承保利润发展空间有限，且人身

险和财产险公司的分化明显；另一方面，保险公司可运用资产规模稳步增长，资金收益水平持续改善，推动了保险行业盈利水平的提升。

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。2020年，保险公司实现原保险保费收入4.53万亿元，同比增长6.13%，其中，财产险公司保费1.35万亿元，同比增长4.36%；人身险公司保费3.17万亿元，同比增长6.91%。

从赔付支出来看，2020年以来，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，由于经济下行且频繁踩雷，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。2020年，保险公司累计赔付支出1.39万亿元，同比增长7.86%；其中，财产险业务累计赔付支出6955亿元，同比增长6.97%；人身险业务累计赔付支出6952亿元，同比增长8.76%，从细分业务来看，寿险业务赔付支出3715亿元，同比下降0.75%；健康险业务赔付支出2921亿元，同比增长24.23%；意外险业务赔付支出316亿元，同比增长6.17%。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。

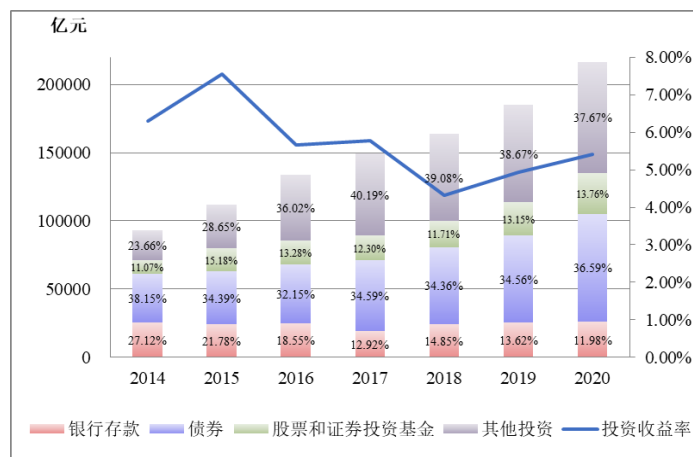
投资收益方面，2020年以来，新冠肺炎疫情短期内加剧了非标资产供给不足的问题，同时随着信用风险暴露的逐步加剧，保险公司亦加大了对非标项目的风险排查力度，非标资产

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 2019—2020 年国内股票市场持续回暖的情况下，保险公司权益类投资规模和收益水平不断提升。截至 2020 年末，国内保险资金运用余额 21.68 万亿元，较上年末增长 17.02%。从投资资产结构来看，截至 2020 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 48.57%，较 2019 年末上升 0.39 个百分点；股票和证券投资基金占比 13.76%，上升 0.60 个百分点；其他投资占比

37.67%，下降 1.00 个百分点。从投资收益情况来看，2020 年保险公司投资收益水平明显提升，全年实现投资收益 9570.94 亿元，同比增长 40.81%，投资收益率为 5.41%，较 2019 年末提升其中证券投资基金和股票是投资收益率最高的两类资产，投资收益率分别为 12.19% 和 10.87%。

在承保利润增长受限的情况下，投资收益水平的大幅提升带动保险公司利润规模的增加，2020 年保险公司利润预计超过 3400 亿元，同比增长 9.5%。另一方面，财产险公司和人身险公司的盈利能力分化程度很高，财产险公司利润 70 亿元，同比下降 88.96%；人身险公司利润 2772 亿元，同比增长 15.68%。

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，但仍需关注业务的快速发展对保险公司资本的消耗及偿付能力充足性的影响。

“偿二代”正式实施以来，行业整体偿付能力充足水平稳定，但呈下降趋势。2021 年 1 月，银保监会发布《保险公司偿付能力管理规定》，将于 2021 年 3 月 1 日起施行，根据该规定，保险公司偿付能力达标须同时符合以下三项监管要求：核心偿付能力充足率 \geq 50%、综合偿付能力充足率 \geq 100%、风险综合评级 \geq B 类，不符合上述任意一项要求的为偿付能力不

达标公司，不达标者会被停新业务限薪，追回薪酬甚至被接管等。此外，核心偿付能力充足率 $<$ 60%或综合偿付能力充足率 $<$ 120%的也将被重点核查。

根据银保监会公布的 2020 年保险业偿付能力状况数据显示，截至 2020 年三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 236.5%，核心偿付能力充足率为 226.9%，整体行业偿付能力水平相较于上季度末保持稳定，偿付能力充足，风险处于较低水平。从已披露 2020 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及红线,其中共有 8 家人身险公司综合偿付能力充足率低于 150%, 3 家公司核心偿付能力充足率低于 100%。此外,渤海人寿、前海人寿、百年人寿 3 家公司的风险评级为 C 类,中法人寿风险评级为 D 类的险企,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。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正在有序推进偿二代二期工程,预计偿二代二期工程实施后,部分保险公司综合偿付能力充足率水平将得到一定程度的释放。

随着业务规模的快速发展、资本市场的波动以及监管力度的加大对保险公司偿付能力稳定带来不利影响,叠加 2020 年新冠疫情对展业形成的冲击,保险公司资本补充需求加大。我国保险公司主要通过股东增资、引进战略投资者和发行资本补充债券等方式补充资本。2020 年,在监管机构从严从重加强保险资金运用监管背景下,保险公司偿付能力承压,险资申请资本补充债发行数量较上年同期有所增长,全年人身险公司实际发行资本补充债券 657.50 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增加注册资本的方式补充资本,2020 年保险公司累计补充注册资本 206.70 亿元,其中人身险公司中中法人寿、建信人寿、招商仁和人寿资本金获准增加规模均超过 10 亿元。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,且银保监会也不断健全多样的资本补充工具,资本补充渠道或将进一步丰富。

4. 行业监管与政策支持

监管政策不断细化推动保险行业监管制

度体系不断完善,并更加强调保险产品的保障功能及消费者权益保护,险资运用范围扩大的同时提升运用规范要求,整体延续风险管控趋严的政策基调。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。

2020 年,银保监会继续保持强监管态势并加快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。2020 年新冠肺炎疫情对保险行业展业方面造成一定冲击,但监管力度并未因此而下降。相较于 2019 年,银保监会在保险行业处罚力度方面有所加大,处罚涉及主体数量、处罚金额和处罚措施均有所增加,处罚所涉及方面也更广。

2020 年全国保险监管系统累计公布了 1705 张监管处罚的罚单,罚单总金额高达 2.36 亿元,涉及 342 家保险机构。从受罚机构类型上看,人身险、财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高;从处罚原因方面来看,2020 年监管处罚原因中涉及到公司治理、股东违法违规行为、编制虚假材料、业务操作违规等方面,处罚更加突出整治保险行业乱象与维护消费者合法权益的监管意图;处罚方式包括罚款、吊销营业执照、公布违法违规名单和依法接管等。

在政策制定方面,2020 年全年银保监会累计发布各类政策 71 项,其中,人身险方面 21 项,财产险方面 19 项,中介方面 9 项,资管方面 9 项,其他 13 项。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,2020 年银保监会就健康险业务从产品开发、销售管理等多方面出台监管政策,2020 年 1 月发布《关于规范短期健康保险业务有关问题的通知(征求意见稿)》、2 月发布《关于进一步规范健康保障委托管理业务有

关事项的通知》等等，相关政策的出台进一步规范健康险业务的同时也为今后一段时间健康险业务增长划定方向。与此同时，政策进一步规范人身险公司在销售环节、市场风险监测、投保作业和产品回访等方面的具体行为。

在中介渠道方面，2020年银保监会出台了保险代理人监管规定、互联网保险业务监管办法等政策，政策在坚持持牌经营的原则下，进一步理顺各业务主体的责任与关系。

资金运用方面，通过出台保险资管产品新规及配套规则、发布保险资金投资银行资本补充债券及参与金融衍生产品、国债期货和股指期货交易有关政策，在进一步扩大险资运用范围的同时也对其风险防范与资金使用提出了更高要求。

2021年1月，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》，并指出短期健康保险产品应当以提升人民群众的健康保障水平，满足多层次、多样化的健康保障需求为目标，不断扩大健康保障与健康管理服务的覆盖面，通知同时对保险公司经营短期健康险所涉及的合同条款、产品定价、人员管理和销售等方面做出要求，规范各保险公司短期健康保险业务经营管理行为，切实保护保险消费者合法权益。

四、公司治理与内部控制

2020年以来，阳光人寿公司治理架构持续有效运行，控股股东资本实力较强，对公司形成有力的支撑；内控体系较完善，合规经营意识进一步加强；关联交易规模较小，无股权被质押情况。

阳光保险集团为公司控股股东，根据阳光人寿披露信息，公司无实际控制人。历经数次增资扩股，截至2020年末，阳光人寿的注册资本为182.43亿元；股东无出质公司股权以及股权被冻结的情况。

公司控股股东阳光保险集团通过“一身四

翼”的产业布局，形成在保险主业、金融平台、产业结构、境内外业务、信息数据、服务能力等多方面具有较强竞争力的金融保险服务集团。“一身四翼”指集团以保险业务为主业，共同推进“金融阳光”“健康阳光”“海外阳光”和“数据阳光”多个层面协同发展的战略布局。阳光保险集团旗下主要包括阳光财产保险股份有限公司（以下简称“阳光财险”）、阳光人寿、阳光信用保证保险股份有限公司和阳光资产管理股份有限公司（以下简称“阳光资产”）等子公司。截至2020年末，阳光保险集团资产总额4054.80亿元，所有者权益569.21亿元。

截至2020年末，阳光人寿董事会由6名董事构成，其中执行董事1名、非执行董事5名，均由阳光保险集团委派。阳光人寿现任董事长李科先生，研究生学历，高级经济师，2005年加入阳光财险筹备组，现任阳光保险集团董事、总经理，阳光财险董事长，阳光人寿董事长，具有较为丰富的金融机构从业经验和公司管理经验。监事会是阳光人寿的监督机构。截至2020年末，阳光人寿监事会由3名监事构成，其中职工监事1名、股东监事2名。截至2020年末，阳光人寿高级管理层由12名成员组成，其中总经理1名、副总经理3名、总经理助理3名、董事会秘书1名、总精算师1名、财务负责人1名、审计责任人1名、合规负责人1名。阳光人寿高级管理人员学历较高，具有丰富的保险行业经营管理经验。

从关联交易情况来看，阳光人寿关联交易主要集中在资金运用和保险业务方面。保险业务方面，2020年，阳光人寿关联方保险业务收入0.53亿元，关联交易方主要为其股东及股东控制或施加重大影响的企业；手续费及佣金收入2.71亿元，关联交易方为阳光财险。阳光人寿整体关联交易规模较低，关联交易风险可控。

根据阳光人寿披露，阳光人寿2020年四个季度风险综合评级结果均为A。2020年以来，阳光人寿未受到重大监管处罚。

五、业务经营分析

1. 经营概况

阳光人寿是阳光保险集团旗下从事人身保险业务的子公司，是集团业务的核心。阳光保险集团提出强化“一聚三强”的发展布局，聚焦保险主业，提升保险主业的核心能力提升及核心优势提升，重点将阳光人寿建设成为集团新业务价值、资产和现金流的主要贡献来源，在集团内部具有突出的地位，在业务开展上得到集团的有力支持。同时，阳光人寿依托集团1+4产业布局，开展多元化的产品营销。2020年，阳光人寿进一步优化保险业务以及投资资产配置结构，规模保费有所增长。阳光人寿在资产规模及业务规模上均处于同业上游水平。

2. 业务经营分析

2020年，随着寿险行业整体回暖，阳光

人寿保险业务收入有所提升；同时，阳光人寿价值转型战略逐步落地，产品结构不断优化，业务品质有所改善，推动新业务价值增长。

(1) 保险业务

2020年，阳光人寿依托集团产业协同优势，进一步优化产品结构，市场占有率有所提升。2020年，阳光人寿进一步开展高价值业务转型战略。在产品开发方面，阳光人寿加大长期保障类产品的占比，同时提高长期年金险占比；阳光人寿根据产品回溯情况，积极调整产品种类，退出与公司价值发展战略不匹配的业务品种。2020年以来，公司业务转型成效逐步显现，普通寿险业务的拓展力度加大，原保险保费收入保持增长态势，市场份额随之提升；同时，阳光人寿逐步压降万能险占比，产品结构有所优化。

表5 业务经营及市场排名

单位：亿元、%

项目	金额			较上年度变动情况	
	2018年	2019年	2020年	2019年	2020年
原保险保费收入	380.08	481.18	551.04	26.60	14.52
原保险保费收入市场份额	1.45	1.62	1.74	/	/
原保险保费收入市场排名/市场家数	14/91	14/91	13/91	/	/
规模保费	639.15	651.23	686.77	1.89	5.36

数据来源：中国银保监会官网、阳光人寿提供资料，联合资信整理

2020年，阳光人寿加大高价值产品营销力度，推进价值转型工作，普通寿险以及分红险仍为原保险保费收入的主要来源；万能险收入占规模保费收入的比重有所下降。阳光人寿保险业务产品种类包括普通寿险、分红险、万能险、健康保险和意外伤害保险等（见图表6）。2020年，阳光人寿根据自身客群需求和渠道营销特点开展保险价值转型工作，阳光人寿明确个险发展方向，有效整合精算、产品部门职能与营销工作，推出客户利益与公司价值并重的保险产品；同时，阳光人寿加大科技赋能，采用基于大数据的创新型获客手段，推出基于医疗服务的保险客户增值服务，加大产品吸引力，

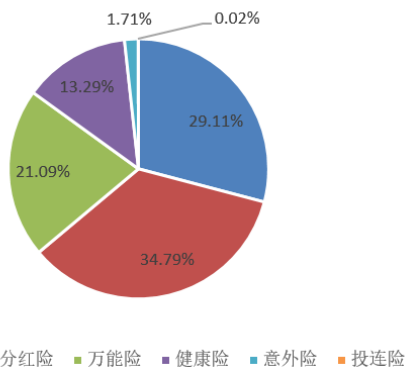
带动各项业务收入规模回升。万能险方面，早期阳光人寿基于保险业务收入水平下降的情况，适当开展万能险业务，以保障公司的资金来源持续稳定。2020年，随着各类保障类业务收入增长，阳光人寿降低了万能险业务的开展力度，万能险收入有所下降。

表6 保险业务收入结构 单位：亿元

项目	2018年	2019年	2020年
普通寿险	82.54	120.09	199.89
分红险	215.75	256.63	238.90
万能险	267.69	179.12	144.87
健康险	60.01	79.97	91.25
意外险	13.05	15.30	11.73
投连险	0.11	0.12	0.12
规模保费	639.15	651.23	686.77

图 2 保险业务收入结构

2020年阳光人寿保费收入构成占比



数据来源：阳光人寿提供资料，联合资信整理

阳光人寿重点加大长险期缴产品营销力度，期缴业务规模保持增长。2020年以来，阳光人寿加大力度发展价值型、长险期缴和注重保障功能的产品，产品结构不断优化，期缴保费保持增长，业务期限结构有所优化。

表 7 保险业务收入期限结构 单位：亿元

项目	2018年	2019年	2020年
趸缴保费收入	146.36	194.72	197.36
期缴业务首年保费收入	51.86	90.05	115.64
期缴业务续期保费收入	181.86	196.41	238.04
合计	380.08	481.18	551.04

数据来源：阳光人寿审计报告及提供资料，联合资信整理

阳光人寿业务渠道较为多元化，银保渠道是阳光人寿保费规模最大的渠道，个人代理是公司价值贡献最大的渠道，受新冠疫情影响个险渠道收入增速有所放缓。2020年，受新冠肺炎疫情影响，阳光人寿线下展业虽受到一定限制，但得益于高价值保单签约数量快速增长，银保渠道保费收入规模及占比均有所上升。从个险渠道来看，由于阳光人寿个险客户群体相对较为下沉，2020年受新冠肺炎疫情影响，该部分客户群体收入有所下降，保险支出有所减少，导致阳光人寿个险渠道保险收入增速有所下滑（见表8）。

表 8 保险业务营销渠道结构

单位：亿元、%

项目	金额			占比		
	2018年	2019年	2020年	2018年	2019年	2020年
团险渠道	16.05	18.31	15.80	2.51	2.81	2.30
个险渠道	200.48	230.50	236.44	31.37	35.39	34.43
银保渠道	376.59	351.67	381.47	58.92	54.00	55.54
电销渠道	39.80	43.46	41.96	6.23	6.67	6.11
经代渠道	3.87	4.37	4.88	0.61	0.67	0.71
网销渠道	2.36	2.94	6.22	0.37	0.45	0.91
合计	639.16	651.24	686.77	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：阳光人寿提供数据，联合资信整理

表 9 保单继续率情况 单位：%

项目	2018年末	2019年末	2020年末
13个月保费继续率（银保）	95.65	91.96	95.29
13个月保费继续率（个险）	90.79	88.17	86.14

数据来源：阳光人寿提供资料，联合资信整理

从保单继续率来看，2020年，阳光人寿开展人员结构优化，代理人数量有所下降，致使个险13个月保费继续率有所下降；随着

2020年公司加大考核与督导力度，银保13个月保费继续率有所回升（见表9）。

（2）投资业务

得益于可运用保险资金规模增长，2020年以来，阳光人寿加大国债以及政府债券投资力度，投资资产规模有所上升；投资品种以固定收益类投资为主要资产配置，投资风格较为稳健，但需关注个别资产的兑付风险。

阳光人寿债务工具投资规模较大，个别信托计划面临一定的兑付不确定性，需关注相关信用风险。此外，阳光人寿投资业务主要委托阳光资产进行投资管理，主动投资管理能力有待提升。

阳光人寿将大部分资金委托阳光保险集团旗下的阳光资产进行投资。2020年，阳光资产严格执行监管法律法规要求的投资品种和比例范围进行投资配置，主要为固定收益类、权益类等投资，在资本金和偿付能力的约束下，制定受托资产配置计划，明确投资限制和业绩基准，努力实现设定的投资目标，并将风险控制可在承受范围之内。2020年，阳光人寿根据市场走势和自身风险偏好，加大投资力度并适度调整投资资产的配置结构，对债券的配置规模显著提升，适当降低信托投资，以降低所面临的信用风险。

阳光人寿配置了一定比例的活期存款以及逆回购协议等流动性工具（见表10）。截至2020年末，阳光人寿流动性资产投资余额93.82亿元，占投资资产总额的1.55%。

固定收益类资产为阳光人寿第一大类投资资产类别。阳光人寿固定收益类投资以标准化债券投资为主，投资品种主要为政府债、企业债、金融债和同业存单。截至2020年末，阳光人寿固定收益类资产投资余额2092.19亿元，占投资资产总额的67.24%，固定收益类投资资产规模有所上升，占投资资产总额的比重保持在较高水平。其中，债券投资余额1304.46亿元，占固定收益类资产的比重为62.35%，国债及政府债券投资余额699.19亿元，企业债券余额152.79亿元。

阳光人寿的非标投资以债权投资计划和信托计划为主。2020年，阳光人寿在严控信用风险的前提下，选择交易结构清晰且收益率和期限符合负债端要求的项目进行配置，主要考虑融资人或担保人信用资质较好或者能提供优质资产作为抵押物的产品，底层以

大型央企和国企为主，外部信用评级主要为AAA。但随着市场信用风险进一步加大，阳光人寿适当降低非标类资产配置规模，非标资产规模有所回落。截至2020年末，阳光人寿信托计划以及债权投资计划等非标准化投资资产余额占固定收益类资产的比重为19.40%。

从固定收益类资产质量来看，信用债方面，阳光人寿主要投资外部评级为AAA的企业债券，持仓AAA的债券余额平均在80%以上，信用风险相对可控。从行业分布上来看，阳光人寿投资信用债多分布于交通运输、基础设施建设等行业。阳光人寿的银行存款所选合作银行主要为国有商业银行与以及股份制银行，交易对手违约风险不高。截至2020年末，阳光人寿投资的一只信托计划出现展期，该信托计划账面余额4.76亿元，未来兑付仍存在一定不确定性，目前该信托计划追加了足额的抵质押物作为补充增信措施，信用风险有所缓解。受到新冠疫情的影响，截至2020年末，阳光人寿投资的债券出现未能如期收回本金的情况，面值合计2.77亿元，已全额计提减值准备。考虑到减值金额占总体信用债持仓比例较低，固收类业务风险相对可控。随着市场信用风险的进一步加大，后续仍需关注固收类业务信用风险。

权益投资方面，阳光人寿资金投向以高分红股票为主，同时配置一定规模的成长股和价值股；长期股权投资方面，阳光人寿投资标的主要为合营与联营企业，包括城商行、租赁、资产管理公司等金融企业，以及能源、电力、旅游等产业集团，投资结构相对稳定。截至2020年末，阳光人寿权益类资产投资余额839.10亿元，占投资资产的26.97%。

不动产投资方面，阳光人寿主要投向经济发达省份，东南沿海、中部地区为主，禁入经济欠发达地区，整体投资规模和占比较低，风险相对可控。

表 10 投资资产

单位：亿元、%

项 目	余 额			占 比		
	2018 年末	2019 年末	2020 年末	2018 年末	2019 年末	2020 年末
流动性资产	51.71	62.33	93.82	2.44	2.56	3.02
货币资金	39.41	27.99	42.90	1.86	1.15	1.38
买入返售金融资产	12.30	34.34	50.92	0.58	1.41	1.64
固定收益类投资	1338.75	1525.41	2092.19	63.12	62.60	67.24
债务工具	1080.26	1283.49	1710.43	50.93	52.67	54.97
定期存款	151.84	123.66	252.18	7.16	5.07	8.10
存出资本保证金	36.69	36.69	36.69	1.73	1.51	1.18
保户质押贷款	69.96	81.57	92.89	3.30	3.35	2.99
权益类投资	645.40	771.87	839.10	30.43	31.68	26.97
权益工具	354.54	467.02	525.34	16.72	19.17	16.88
长期股权投资	290.86	304.85	313.76	13.71	12.51	10.08
投资性房地产	59.27	57.95	67.32	2.79	2.38	2.16
衍生金融资产	0.10	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	25.74	19.10	19.10	1.21	0.78	0.61
投资资产总额	2120.97	2436.66	3111.53	100.00	100.00	100.00

注：1.其中权益工具划分为审计报告口径，包含部分固收类资管产品及债券型基金等；

2.因四舍五入效应致使合计数据存在一定误差

数据来源：阳光人寿审计报告，联合资信整理

六、财务分析

阳光人寿提供了 2020 年财务报告及偿付能力报告，安永华明会计师事务所（特殊普通合伙）对上述财务报告及偿付能力报告进行了审计，并均出具了标准无保留的审计意见。

1. 盈利能力

2020 年，随着保险业务收入增长，阳光人寿已赚保费呈增长态势，随着投资资产配置规模的加大，阳光人寿投资收益大幅增长，净利润规模有所回升。

在已赚保费收入方面，公司已赚保费以保险业务收入为主，分出保费规模小。2020 年，阳光人寿进一步拓展银保渠道业务，侧重价值增长，加大普通寿险的营销力度，随着价值转型效果逐步显现，保险业务收入有所增长。2020 年，公司已赚保费 539.68 亿元，占营业收入的

86.89%；其中保险业务收入 551.04 亿元（见表 11）。

阳光人寿赔付支出包括满期给付、年金给付、赔款支出和死伤医疗给付，2020 年以来，随着阳光人寿保障型产品的增长，相应赔付规模整体有所提升。赔付支出主要来源于个人分红寿险以及健康险险种，2020 年以来随着该险种赔款支出规模的上升，阳光人寿赔付支出规模亦有所增加。2020 年，随着保险业务规模的回升以及退保金规模下降，相应保险责任准备金随之增长，尤其 2020 年普通寿险业务的增幅较大，使得保险责任准备金计提规模明显增加，2020 年阳光人寿提取保险责任准备金 337.08 亿元。从成本管控方面来看，2020 年以来随着业务收入的提升，阳光人寿综合费用率有所下降，但由于手续费及佣金支出增速仍处于较高水平，阳光人寿手续费及佣金率呈上升态势。

表 11 保险业务盈利情况表

单位：亿元、%

项目	金额			较上年度变动情况	
	2018年	2019年	2020年	2019年	2020年
已赚保费	372.31	470.34	539.68	26.33	14.74
保险业务收入	380.08	481.18	551.04	26.60	14.52
减：分出保费	7.47	9.97	8.86	33.47	-11.13
净承保保费收入	372.61	471.21	542.18	26.46	15.06
减：提取未到期责任准备金	0.30	0.87	2.49	190.00	186.21
保险业务支出	169.78	387.31	546.13	128.12	41.01
赔付支出	81.21	77.36	93.30	-4.74	20.60
减：摊回赔付支出	4.10	5.01	6.28	22.20	25.35
手续费及佣金支出	38.53	51.55	62.61	33.79	21.45
业务及管理费	63.18	62.32	58.28	-1.36	-6.48
提取保险责任准备金	-9.79	198.26	337.08	2125.13	70.02
减：摊回保险责任准备金	-0.17	-0.60	0.28	/	/
综合费用率	26.79	24.01	22.21	/	/
手续费及佣金率	10.14	10.71	11.36	/	/

数据来源：阳光人寿审计报告及财务报表，联合资信整理

投资收益方面，阳光人寿的投资收益主要为固收类投资资产利息收入和权益工具投资资产分红收入。阳光人寿 2020 年总投资收益以及投资收益率增幅较大，主要是受益于 2020 年投资资产规模的增幅较大，且权益类资产在资本市场景气度较高的背景下收益水平明显提升所致（见表 12）。

表 12 收益情况 单位：亿元、%

项目	2018年	2019年	2020年
投资收益	115.34	120.67	164.82
公允价值变动损益	-3.46	2.38	4.05
减：投资资产减值准备	3.47	6.62	7.16
其他类投资收益	2.08	4.22	2.37
总投资收益	110.49	120.65	164.08
投资资产总额	2120.97	2436.66	3111.53
总投资收益率	5.74	5.18	5.69

注：其他类投资收益=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

数据来源：阳光人寿审计报告，联合资信整理

公司退保金主要由传统个人寿险产品产生，2020 年，随着阳光人寿业务不断转型，中短存续期产品减少，退保规模明显下降，同时，

阳光人寿加大存续客户的维护工作力度，综合退保率有所下降。

表 13 退保情况 单位：%

项目	2018年末	2019年末	2020年末
综合退保率	18.57	6.79	3.28
退保金	245.10	121.72	47.79

数据来源：阳光人寿提供资料，联合资信整理

2020 年，得益于保险业务回暖、投资收益提升以及成本控制能力较好等因素，阳光人寿净利润有所回升。

表 14 盈利情况 单位：亿元、%

项目	2018年	2019年	2020年
利润总额	37.78	33.13	38.63
净利润	39.02	33.98	38.36
总资产收益率	1.72	1.36	1.27
净资产收益率	13.69	11.37	11.39

数据来源：阳光人寿审计报告及财务报表，联合资信整理

2. 流动性

阳光人寿短期流动性风险可控，资产负债错配期限处于可控水平。

从资产负债期限匹配情况来看，2020年，阳光人寿推动价值转型，不断发展中长期产品，负债久期保持增长；在资产端，公司为降低错配期限，相应加大投资资产久期，增配长久期的利率债。阳光人寿根据资产负债管理办法，按照季度测算资产负债期限匹配情况，目前公司资产负债期限错配风险可控。但联合资信注意到，随着公司长期险保险产品的不断发展，且在当前市场环境下，国内资本市场长期资产供给不足，公司将面临一定的再投资压力。未来，公司将加强资产流动性管理，适当选择并持有久期较长的资产，使其资产负债在

期限和收益上达到较好的匹配。

从资产构成来看，公司持有的流动性较高的可快速变现资产主要包括货币资金、可供出售金融资产（扣除未上市股权投资）和定期存款等。2020年，公司可快速变现资产规模有所增加，占资产总额的比重整体有所提升（见表15）。

从负债构成来看，准备金计提方面，随着业务转型的深入推动，2020年公司提取保险准备金及保险合同准备金余额有所增长。得益于保险合同准备金余额增长以及退保金规模有所下降，公司准备金赔付倍数有所上升。

表 15 主要流动性指标

单位：亿元、%

项目	2018年末	2019年末	2020年末
可快速变现资产	706.28	868.98	1202.10
可快速变现资产/资产总额	30.07	32.65	35.64
保险合同准备金	1092.74	1292.40	1631.88
准备金赔付倍数	3.35	6.49	11.57
未来1年内的综合流动比率	172.85	582.67	178.27
流动性覆盖率（压力情景1）	1122.38	3497.21	6373.13
流动性覆盖率（压力情景2）	1228.35	3744.58	6539.85

数据来源：阳光人寿审计报告及财务报告，联合资信整理

2020年，阳光人寿业务价值转型进一步取得成效，退保率显著下降，均符合产品设计的退保率假设。2020年末，阳光人寿短期流动性比率及流动性覆盖率等指标结果良好。根据阳光人寿精算假设及2020年四季度末流动性压力测试结果显示：在基本情境下，阳光人寿优质流动性资产充裕，可覆盖未来现金流出；同时，阳光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，截至2020年末末阳光人寿流动性保持充裕，未来1年内综合流动比率为178.27%，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；根据阳光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。

3. 资本充足性

阳光人寿业务的持续发展对其资本形成一定消耗，公司偿付能力保持充足水平，但有所下降，若2021年（第二期）资本补充债券成功发行，其偿付能力状况将得到进一步改善。

在资本补充方面，2020年阳光人寿未进行增资扩股，主要通过利润留存补充资本。截至2020年末，阳光人寿所有者权益合计355.55亿元，其中实收资本183.43亿元，资本公积33.16亿元。

认可负债方面，阳光人寿认可负债主要为准备金负债及保户储金及投资款。2020年，随着规模保费的增长，阳光人寿保户储金及投资款规模有所增长；同时，随着阳光人寿对保证金提取规模的提升，相应对认可负债的贡献有所回升，带动认可负债有所增长，认可负债结构不断优化。认可资产方面，阳光人寿认可资产主要为投

资产、现金及流动性管理工具与长期股权投资。2020年，随着阳光人寿投资资产规模的增长，认可资产规模有所增长。总体看，阳光人寿资产及负债认可规模较大，资产认可度较高，高风险资产规模较小，资产安全性较好。

得益于净利润的实现以及可供出售金融资产浮盈使得其他综合收益科目持续累积，

2020年公司实际资本有所上升。目前，公司的偿付能力满足监管要求，但未来业务的持续发展将使公司面临一定的资本补充压力。2020年，公司产品期限结构不断优化，且保障型产品业务发展对资本消耗较大；同时，受投资资产规模增长影响，公司面临的市场风险最低资本规模呈有所趋势，致使公司最低资本相应提升。

表 16 偿付能力情况

单位：亿元、%

项目	2018 年末	2019 年末	2020 年末
资产总额	2348.97	2661.62	3372.71
负债总额	2069.22	2343.88	3017.16
注册资本	183.43	183.43	183.43
所有者权益	279.76	317.74	355.55
认可资产	2264.81	2619.16	3343.25
认可负债	1715.58	1989.16	2666.05
实际资本	549.23	630.01	677.20
其中：核心一级资本	487.29	570.04	617.22
最低资本	247.97	292.69	328.99
认可资产负债率	75.75	75.95	79.74
核心偿付能力充足率	196.51	194.76	187.61
综合偿付能力充足率	221.49	215.25	205.84
综合偿付能力充足率（行业平均水平）	241.00	240.70	/

注：行业平均综合偿付能力充足率数据来源 wind

数据来源：阳光人寿偿付能力报告，联合资信整理

七、债券偿付能力分析

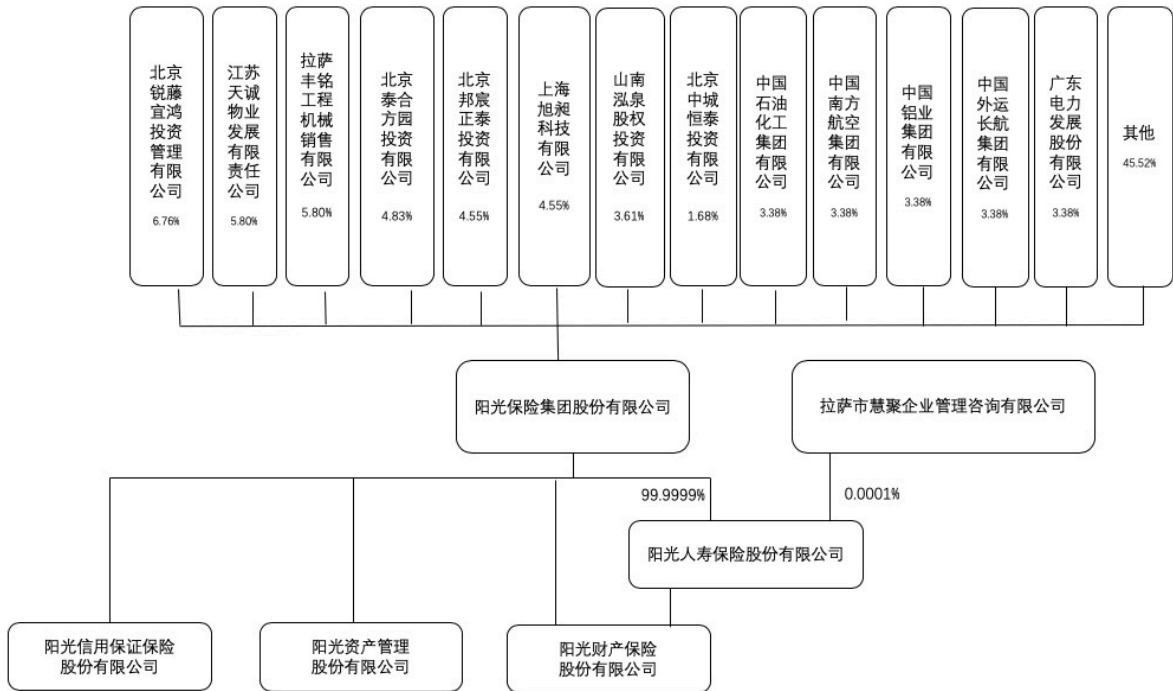
截至本报告出具日，阳光人寿已发行且尚在存续期内的资本补充债券本金 110 亿元。资本补充债券本金的清偿顺序和利息支付顺序列于保单责任和其他普通负债之后，股权资本等核心资本工具之前；假若阳光人寿无法如约支付本息时，该资本工具的权益人无权向法院申请对保险公司实施破产清偿。存续期内的资本补充债券设定 1 次公司选择提前赎回的权利。在行使赎回权后发行人的综合偿付能力充足率不低于 100% 的情况下，经报中国人民银行和中国银保监会备案后，发行人可以选择在第 5 个计息年度的最后一日，按面值全部或部分赎回债券。

此外，资本补充债券能否按期偿本付息主要取决于资本补充债券存续期内公司的业务发展持续性、盈利水平以及募集资金的使用情况，综合考虑阳光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，联合资信认为阳光人寿能够为已发行债券提供足额本金和利息，已发行债券的偿债能力极强。

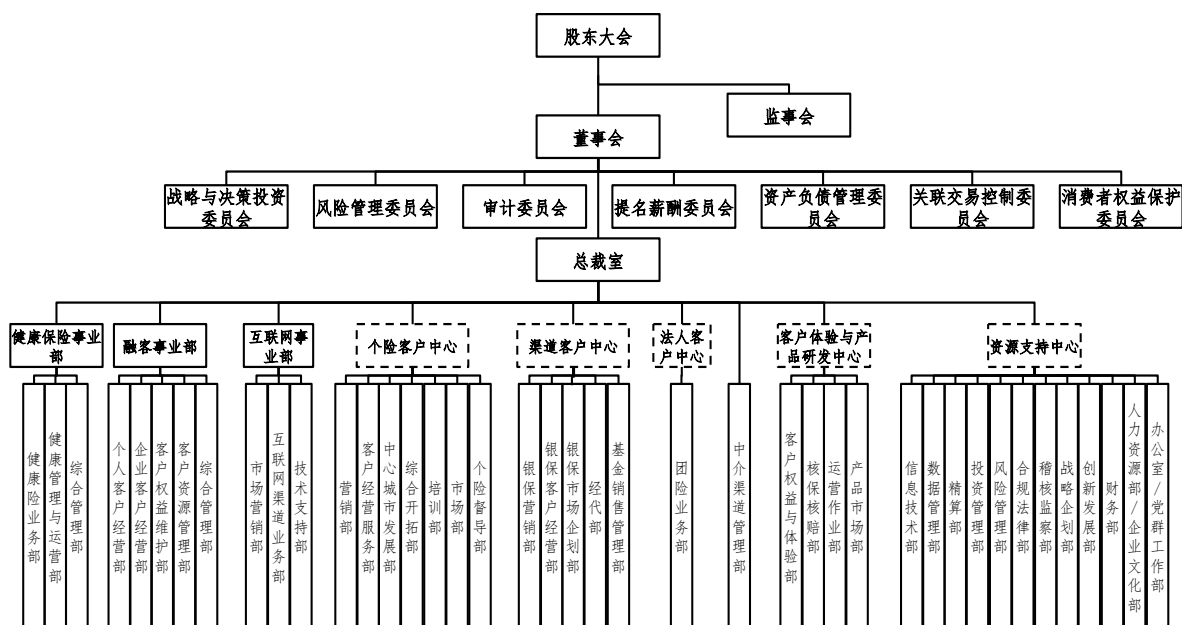
八、结论

综合上述对阳光人寿公司治理、内部控制、业务经营、风险管理以及财务状况等方面综合分析，联合资信认为，在未来一段时间内阳光人寿信用水平将保持稳定。

附录 1 2020 年末阳光人寿股权结构图



附录 2 2020 年末阳光人寿组织架构图



附录3 人寿保险公司主要财务指标计算公式

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

附录 4-1 保险公司主体长期信用评级的等级设置及其含义

联合资信保险公司长期债券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。详见下表：

信用等级设置	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

附录 4-2 保险公司中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信保险公司债券中长期信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

附录 4-3 评级展望设置及其含义

联合资信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。联合资信评级展望含义如下：

评级展望设置	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级提升的可能性较大
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，未来信用等级调低的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能提升、降低或不变

权利与免责声明

1. 本报告所列示的相关债券或证券的跟踪评级结果，不得用于其他债券或证券的发行活动。
2. 本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，任何机构和个人不得复制、转载、出售和发布；经授权使用的，不得对有关内容进行歪曲和篡改，且不得用于任何非法或未经授权的用途。
3. 联合资信对本报告所使用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证；本报告的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，而非事实陈述；并非且不应被视为购买、出售、持有任何资产的投资建议。
4. 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。
5. 联合资信不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）因使用本报告及联合资信采取评级调整、更新、终止与撤销等评级行动而导致的任何损失负责，亦不对发行人因使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。
6. 任何使用者使用本报告均视为同意本权利与相关免责条款。