

幸福人寿保险股份有限公司

2024 年跟踪评级报告

联合资信评估股份有限公司
China Lianhe Credit Rating Co.,Ltd.

专业 | 尽责 | 真诚 | 服务

信用评级公告

联合〔2024〕5878号

联合资信评估股份有限公司通过对幸福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，确定下调幸福人寿保险股份有限公司主体长期信用等级为AA⁻，维持“15幸福人寿”信用等级为AAA，下调“18幸福人寿”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

二〇二四年六月二十八日

声 明

一、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。鉴于信用评级工作特性及受客观条件影响，本报告在资料信息获取、评级方法与模型、未来事项预测评估等方面存在局限性。

二、本报告系联合资信接受幸福人寿保险股份有限公司（以下简称“该公司”）委托所出具，联合信用控股子公司联合信用投资咨询有限公司（以下简称“联合咨询”）为“15 幸福人寿”的担保方中国信达资产管理股份有限公司提供了非评级服务。由于联合资信与关联公司联合咨询之间从管理上进行了隔离，在公司治理、财务管理、组织架构、人员设置、档案管理等保持独立，因此公司评级业务并未受到上述关联公司的影响，联合资信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。

四、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。

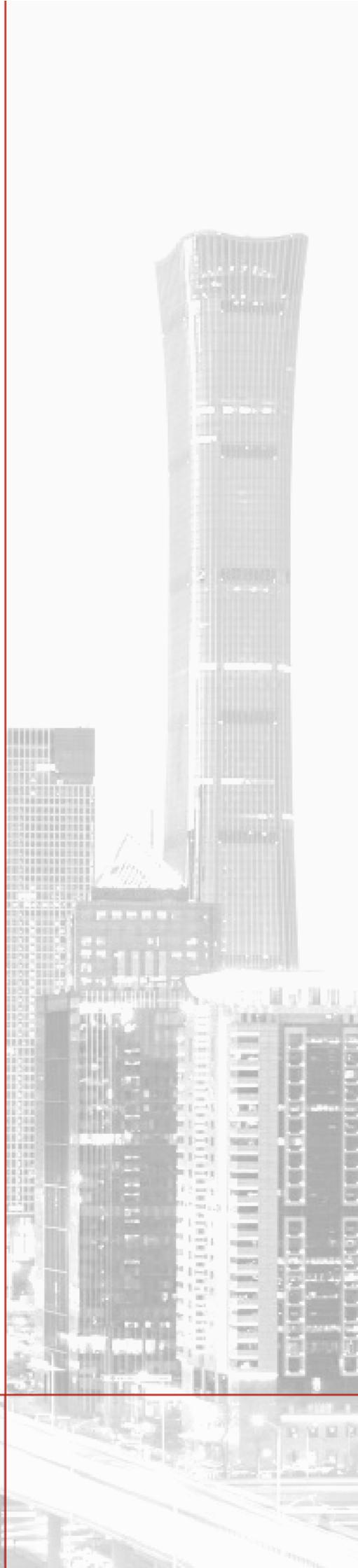
五、本报告所含评级结论和相关分析不构成任何投资或财务建议，并且不应当被视为购买、出售或持有任何金融产品的推荐意见或保证。

六、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。

七、本报告所列示的主体评级及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。

八、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。

九、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。



幸福人寿保险股份有限公司

2024 年跟踪评级报告

项目	本次评级结果	上次评级结果	本次评级时间
幸福人寿保险股份有限公司	AA-/稳定	AA-/稳定	
18 幸福人寿	A+/稳定	AA-/稳定	2024/06/28
15 幸福人寿	AAA/稳定	AAA/稳定	

评级观点

跟踪期内，幸福人寿保险股份有限公司（以下简称“幸福人寿”或“公司”）市场占有率有所提升，但股权质押及冻结比例较高，对于股权稳定性产生一定负面影响，公司治理水平有待提升；经营方面，幸福人寿保险销售渠道仍以银保渠道为主，业务渠道相对单一；保险业务收入有所增长，但受“报行合一”政策影响，新单业务展业受阻，叠加产品结构持续调整，期缴业务首期保费规模及趸缴保费规模均有所下降，同时该政策下费率下调或将影响合作银行代销保险业务积极性，公司作为以银保业务为主要渠道的人身险公司，保费收入来源稳定性及可持续性有待观察；投资策略无重大调整，非标投资规模虽有压降但仍占有一定比重，且违约非标投资规模较大，仍需关注投资资产质量变动情况。财务方面，个别投资业务会计科目调整使得公司投资收益下滑，加之退保金及提取保险责任准备金规模增长带动营业支出上升，幸福人寿 2023 年出现净亏损，盈利能力弱，偿付能力面临一定补充压力。

幸福人寿已发行“15 幸福人寿”的担保人为中国信达资产管理股份有限公司（以下简称“中国信达”）。中国信达是由国务院批准成立的首家金融资产管理公司，综合实力强，盈利能力稳定。经联合资信评定，中国信达主体长期信用等级为 AAA，评级展望为稳定，对“15 幸福人寿”有极强的担保能力。

个体调整：无。

外部支持调整：人身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，通过政府支持上调 2 个子级。

评级展望

未来，幸福人寿将继续推动业务价值转型，以价值成长为主线，推动业务持续发展，并进一步优化投资资产结构，控制投资风险。另一方面，较高的股权出质以及冻结比例对公司股权稳定性以及声誉风险管理带来一定压力；宏观经济增长承压、资本市场波动以及保险市场竞争日趋激烈对幸福人寿未来业务发展、风险控制以及财务指标等方面或将带来一定负面影响。

可能引致评级上调的敏感性因素：通过吸收合并或兼并重组等方式导致市场地位和竞争力显著提升；盈利水平大幅提升；偿付能力明显增强等。

可能引致评级下调的敏感性因素：政府支持意愿下降；竞争加剧导致市场地位下降；财务状况恶化，如资产质量大幅下降、偿付能力严重不足等。

优势

- **保险业务规模有所增长，市场占有率有所提升。**2023 年以来，幸福人寿保险业务收入有所增长，市场占有率进一步提升。
- **获得政府直接或间接支持的可能性大。**寿险公司承担一定的社会养老及社会公共职能，其对支持国家落实养老体系完善工作、维护金融稳定等方面发挥重要作用，在金融体系中具有较为重要的地位，当出现经营困难时，获得政府直接或间接支持的可能性大。

关注

- **需关注股东股权出质对公司股权稳定性的影响。**幸福人寿股权质押比例较高，且部分出质股权处于冻结状态，同时部分出质股权涉及股权转让，需关注上述事项对公司股权结构稳定性的影响。
- **业务销售渠道多元化程度较低。**2023 年，幸福人寿保险业务销售对于银保渠道的依赖度仍较高，渠道多元化程度较低。
- **“报行合一”政策实施后产品结构不断调整，对于银保业务开展的可持续性值得关注。**“报行合一”政策下，银行端对于代销保险业务积极性受到负面影响，2023 年公司新单业务受阻，同时部分产品停售一定程度上影响保单继续率水平，需关注该政策对于银保业务保费收入结构及保费收入可持续性的影响。

- **需关注非标投资资产质量变化情况。**幸福人寿非标投资违约规模仍较大，在当前信用事件频发的市场背景下，需关注相关资产未来收回进展以及存量投资资产质量变化情况。
- **2023 年出现净亏损，盈利能力弱。**2023 年，个别投资业务会计科目调整使得公司投资收益下降，叠加退保金及保险责任准备金计提规模增长带动营业支出上升，幸福人寿当年出现净亏损，盈利能力下滑且远低于同业平均水平。
- **偿付能力面临一定补充压力。**公司曾因可资本化风险得分下降导致风险综合评级下调至 C 类，相关业务开展受到一定限制；同时，公司外源性资本补充渠道有限，所发行的资本补充债券均因未行使提前赎回权资本补充效用持续递减，加之未弥补亏损规模较大且 2023 年发生净亏损等因素，一定程度上拖累了内源性资本累积，随着业务的不断开展，偿付能力仍面临一定补充压力。
- **外部环境变化可能对其业务造成影响。**宏观经济、监管趋严及行业市场竞争加剧、资本市场波动等因素对寿险行业盈利水平和风险管理产生一定压力。

本次评级使用的评级方法、模型

评级方法 保险公司信用评级方法 V4.0.202208

评级模型 保险公司主体信用评级模型（打分表）V4.0.202208

注：上述评级方法和评级模型均在联合资信官网公开披露

本次评级打分表及结果

评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果
经营风险	C	经营环境	宏观和区域风险	2
			行业风险	2
		自身竞争力	公司治理	4
			未来发展	4
			业务经营分析	3
			风险管理水平	4
财务风险	F3	偿付能力	资本充足性	3
			保险风险	1
			盈利能力	4
		流动性	2	
指示评级				a
个体调整因素：--				--
个体信用等级				a
外部支持调整因素：政府支持				+2
评级结果				AA-

注：经营风险由低至高划分为A、B、C、D、E、F共6个等级，各级因子评价划分为6档，1档最好，6档最差；财务风险由低至高划分为F1-F7共7个等级，各级因子评价划分为7档，1档最好，7档最差；财务指标为近三年加权平均值；通过矩阵分析模型得到指示评级结果

主要财务数据

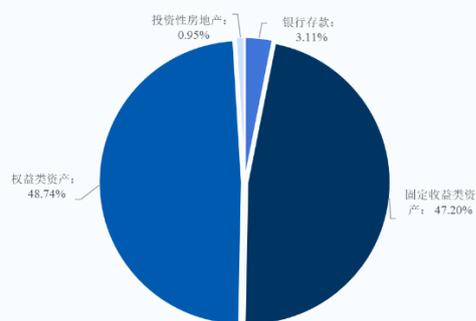
项目	2021年末	2022年末	2023年末	2024年3月末
资产总额（亿元）	724.64	849.40	986.41	1044.77
负债总额（亿元）	666.68	794.83	940.53	984.05
所有者权益（亿元）	57.96	54.57	45.89	60.72
核心偿付能力充足率（%）	101.65	74.98	76.80	71.37
综合偿付能力充足率（%）	170.41	127.39	135.91	123.25

项目	2021年	2022年	2023年	2024年1—3月
营业收入（亿元）	173.61	238.78	264.08	108.24
已赚保费（亿元）	131.03	198.15	224.76	88.41
净利润（亿元）	5.16	1.71	-1.41	3.50
投资收益（亿元）	41.28	40.09	39.07	19.44
综合退保率（%）	6.60	6.70	9.45	--
赔付率（%）	17.49	16.74	12.12	--
平均资产收益率（%）	0.76	0.22	--	--
平均净资产收益率（%）	9.68	3.04	--	--

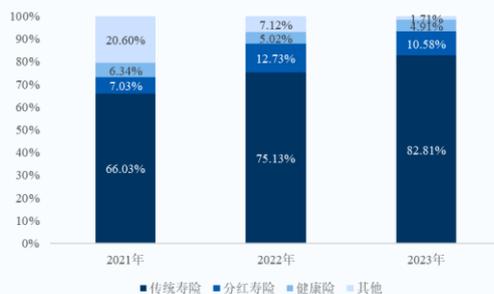
注：2024年一季度财务数据未经审计

数据来源：幸福人寿审计报告、财务报表、偿付能力报告及提供数据，联合资信整理

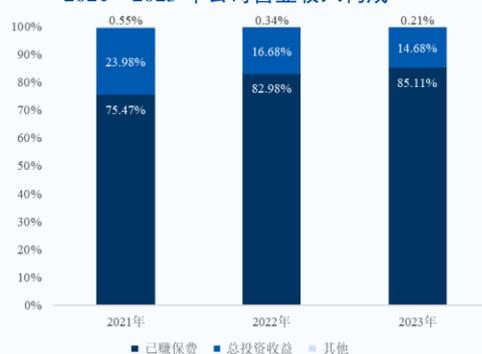
2023年末公司投资资产构成



2021—2023年公司规模保费构成



2021—2023年公司营业收入构成



跟踪评级债项概况

债券简称	发行规模	票面利率	兑付日	特殊条款
18 幸福人寿	30.00 亿元	5.20%	2028/11/27	在第 5 年末附有前提条件的发行人赎回权
15 幸福人寿	30.00 亿元	4.00%	2025/12/29	在第 5 年末附有前提条件的发行人赎回权

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
资料来源：联合资信整理

评级历史

债项简称	债项评级结果	主体评级结果	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
18 幸福人寿 15 幸福人寿	AA/稳定 AAA/稳定	AA/稳定	2024/03/12	郎朗 许国号	保险公司信用评级方法（V4.0.202208） 保险公司主体信用评级模型（打分表） （V4.0.202208）	阅读原文
18 幸福人寿 15 幸福人寿	AA/稳定 AAA/稳定	AA/稳定	2021/07/05	郎朗 吴宇峰	保险公司信用评级方法（V3.1.202011） 保险公司主体信用评级模型（打分表） （V3.1.202011）	阅读原文
18 幸福人寿 15 幸福人寿	AA/稳定 AAA/稳定	AA+/稳定	2019/07/24	郎朗 刘莫欣 凌子	保险行业企业评级方法（2018 年 12 月）	阅读原文
18 幸福人寿	AA+/稳定	AAA/稳定	2018/10/17	陈绪童 陈龙泰 付郑兵	联合资信保险公司信用评级方法（2016 年修订版）	阅读原文
15 幸福人寿	AAA/稳定	AAA/稳定	2017/05/31	秦永庆 陈龙泰	联合资信保险公司信用评级方法（2016 年修订版）	阅读原文
15 幸福人寿	AAA/稳定	AA+/稳定	2015/12/16	秦永庆 郎朗	联合资信保险公司信用评级方法（2015 年修订版）	阅读原文

注：上述历史评级项目的评级报告通过报告链接可查阅；2020 年 11 月 9 日之前的评级方法和评级模型均无版本号
资料来源：联合资信整理

评级项目组

项目负责人：马鸣娇 mami@lhratings.com

项目组成员：周雅琦 zhouyq@lhratings.com

公司邮箱：lianhe@lhratings.com 网址：www.lhratings.com

电话：010-85679696 传真：010-85679228

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）



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”）关于幸福人寿保险股份有限公司（以下简称“幸福人寿”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

幸福人寿是于 2007 年 11 月成立的全国性股份制人寿保险公司，初始注册资本 11.59 亿元。2019 年 12 月，公司临时股东大会同意原控股股东中国信达资产管理股份有限公司（以下简称“中国信达”）将其所持有的 50.995% 股份转让给诚泰财产保险股份有限公司（以下简称“诚泰保险”）和东莞市交通投资集团有限公司（以下简称“东莞交投”）。2020 年 7 月，上述股权转让事项获得原中国银行保险监督管理委员会（以下简称“原中国银保监会”）批准并完成股权转让登记。股权转让后，中国信达不再持有公司股份，诚泰保险和东莞交投分别持有公司 30.00% 和 20.995% 的股份。2023 年以来，公司未进行股权变更；截至 2024 年 3 月末，公司注册资本为 101.30 亿元，无控股股东或实际控制人，前五大股东持股情况见图表 1。

图表 1 • 2024 年 3 月末前五大股东及持股情况

序号	股东名称	持股比例
1	诚泰财产保险股份有限公司	30.00%
2	东莞市交通投资集团有限公司	21.00%
3	三胞集团有限公司	14.18%
4	深圳市亿辉特科技发展有限公司	9.27%
5	陕西煤业化工集团有限责任公司	8.19%
合计		82.64%

资料来源：联合资信根据幸福人寿提供资料整理

幸福人寿主要业务为：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；国家法律允许的保险资金运用业务；经原中国保监会批准的其他业务。按照联合资信行业分类标准，幸福人寿划分为保险业。

截至 2024 年 3 月末，幸福人寿已在北京、上海、陕西等 22 个省市开设独立分支机构，三级机构（中心支公司）79 家，四级机构 152 家，开业机构合计 253 家。

公司注册地址：北京市西城区文兴街 1 号院 1 号楼北矿金融科技大厦写字楼 A 座；法定代表人：王慧轩。

三、债券概况

截至本报告出具日，公司存续期内且经联合资信评级的债券为 2015 年 12 月发行的 30 亿元资本补充债券及 2018 年 11 月发行的 30 亿元资本补充债券（见图表 2）。2023 年以来，公司根据债券发行条款的规定，在债券付息日之前及时公布了债券付息公告，并按时足额支付了债券当期利息。2023 年 11 月 20 日，公司公布了《幸福人寿保险股份有限公司 2018 年资本补充债券不行使赎回选择权的公告》，“18 幸福人寿”并未行使债券赎回选择权，未行使提前赎回权后未赎回部分票面利率为 6.20%；“15 幸福人寿”未行使提前赎回权后未赎回部分票面利率为 5.00%。

图表 2 • 截至本报告出具日公司由联合资信评级的存续债券概况

债券简称	发行金额（亿元）	起息日	期限
18 幸福人寿	30.00	2018/11/27	5+5 年
15 幸福人寿	30.00	2015/12/29	5+5 年

资料来源：联合资信根据公开信息整理

四、宏观经济和政策环境分析

2024 年一季度，外部形势仍然复杂严峻，地缘政治冲突难以结束，不确定性、动荡性依旧高企。国内正处于结构调整转型的关键阶段。宏观政策认真落实中央经济工作会议和全国两会精神，聚焦积极财政政策和稳健货币政策靠前发力，加快落实大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案，提振信心，推动经济持续回升。

2024年一季度，中国经济开局良好。一季度GDP同比增长5.3%，上年四季度同比增长5.2%，一季度GDP增速稳中有升；满足全年经济增长5%左右的目标要求，提振了企业和居民信心。信用环境方面，一季度社融规模增长更趋均衡，融资结构不断优化，债券融资保持合理规模。市场流动性合理充裕，实体经济融资成本稳中有降。下一步，需加强对资金空转的监测，完善管理考核机制，降准或适时落地，释放长期流动性资金，配合国债的集中供应。随着经济恢复向好，预期改善，资产荒状况将逐步改善，在流动性供需平衡下，长期利率将逐步平稳。

展望二、三季度，宏观政策将坚持乘势而上，避免前紧后松，加快落实超长期特别国债的发行和使用，因地制宜发展新质生产力，做好大规模设备更新和消费品以旧换新行动，靠前发力、以进促稳。预计中央财政将加快出台超长期特别国债的具体使用方案，提振市场信心；货币政策将配合房地产调控措施的整体放宽，进一步为供需双方提供流动性支持。完整版宏观经济与政策环境分析详见[《宏观经济信用观察（2024年一季度报）》](#)。

五、行业分析

2023年，在预定利率调整预期及居民购买储蓄型险种需求上升的背景下，人身险公司保险业务收入实现较好增长，但高预定利率产品的陆续停售、银保业务“报行合一”的实施等对人身险公司保费收入变动及银保业务市场竞争格局的影响，仍需保持关注；人身险行业市场集中度仍处于较高水平，头部险企市场份额稳定。

资金运用方面，2023年，人身险公司资金运用规模持续增长，固定收益类资产仍为主要投资类别；在险企投资资产配置管理逐步加强及资本市场回暖的影响下，人身险公司行业综合投资收益率水平较上年同期有所回升。但考虑到目前低利率市场环境，加之资本市场或将持续震荡，险企未来投资收益实现仍面临一定压力。2023年，我国人身险公司净利润较上年同期有所下降，且多家险企呈亏损状态；行业的主要利润实现仍集中于综合实力较强的大型保险公司，中小保险公司盈利持续承压。

2023年以来，在《保险公司偿付能力监管规则（II）》（以下简称“规则II”）的实施叠加资本市场波动、险企业务规模持续增长的情况下，人身险公司偿付能力指标整体呈明显下降态势，但仍远高于偿付能力充足率的监管红线；2023年9月，《关于优化保险公司偿付能力监管标准的通知》的实施有利于中小保险公司偿付能力充足率水平的提升及行业稳健均衡发展。此外，保险公司无固定期限资本债券发行政策落地后，多家险企成功发行此类债券补充附属一级资本，拓宽了保险公司的资本补充渠道；但随着业务规模的持续扩张，部分保险公司仍面临较大的核心资本补充压力。完整版行业分析详见[《2024年人身险行业分析》](#)。

六、跟踪期主要变化

（一）管理与发展

2023年，幸福人寿不断完善公司治理架构，并提升内控水平，但另一方面，未来董事长到任情况值得关注；部分股东将其持有的公司股权对外质押，且被质押及冻结股权占比较高；关联交易符合监管限额要求；得益于风险整改措施的落实，风险综合评级结果有所回调。

2023年以来，幸福人寿未进行增资扩股；截至2024年3月末，公司注册资本为101.30亿元。2020年7月，幸福人寿原实际控制人中国信达将其所持有的公司50.995%的股份转让给诚泰保险和东莞交投。截至2024年3月末，诚泰保险和东莞交投为公司第一、二大股東，分别持有公司30.00%和20.995%的股份。诚泰保险第一大股东为紫光集团有限公司，其持有诚泰保险33.00%股份，诚泰保险其余股东以云南省国资、昆明市国资背景股东为主，截至2024年3月末，诚泰保险注册资本为59.70亿元，无控制类股东。公司第二大股东东莞交投为东莞国资委旗下的市属国有独资集团企业。根据公司2024年第一季度偿付能力季度报告摘要披露信息显示，公司无实际控制人。股权质押方面，截至2024年3月末，幸福人寿全部股东中共有3家股东将其股份对外质押，被质押股权占全部股本的比例为24.64%；全部股东中共有5家股东所持股份被冻结，被冻结股份占全部股本的比例为26.59%。此外，2023年9月，幸福人寿第四大股东深圳市亿辉特科技发展有限公司拟将其持有公司的4.66亿股股份(占比4.60%)以抵债方式转让给存款保险基金管理有限责任公司，目前仍在办理转股备案，股权转让进展及对公司股权稳定性的影响值得关注。

公司治理方面，截至2024年3月末，公司董事会由13名董事组成，其中独立董事5名；公司章程中约定股东董事中诚泰保险提名3名董事，东莞交投提名2名董事，三胞集团有限公司、陕西煤业化工集团有限责任公司和深圳市亿辉特科技发展有限公司各提名1名董事，实际到任董事11名，仍存在2名董事辞任后人员待补齐情况的情况。2024年3月，公司董事会收到王慧轩先生辞任公司董事、董事长、董事会战略与投资决策委员会主任委员等相关职务的辞呈；经董事会推举，由董事兼公司总裁廖定进先生临时履行相应职务，未来董事长到任情况值得关注。公司董监事及高级管理人员多具有较丰富的保险从业及管理经验，有助于公司专业化运营水平的提升。

从关联交易情况来看，2023年，幸福人寿共发生1笔需要合并披露的关联交易，涉及发生金额0.24亿元，未发生重大关联交易。幸福人寿的关联交易类型主要为服务类，关联交易整体规模不大，且均在监管要求范围之内。

根据幸福人寿偿付能力报告披露，公司因可资本化风险评级得分下降在2023年第一季度风险综合评级（分类监管）结果为C类；在2023年第二、三、四季度风险综合评级（分类监管）结果均为B类。针对风险综合评级C类结果，幸福人寿强化业务、投资、财务和精算的协同，采取综合措施，维持偿付能力充足，对于难以资本化风险组织各职能部门深入研究分析各项评级指标的风险管理导向和改进措施，加以动态监测，得益于上述措施的实施，风险综合评级结果有所改善。此外，幸福人寿偿付能力报告显示，2023年第一季度风险综合评级得分已达到B类分数，但受限于风险综合评级评价规则，未能回调为B类。

（二）经营方面

1 保险业务分析

2023年，幸福人寿原保险保费收入保持增长，市场占有率有所提升。但另一方面，由于产品结构调整，公司保费收入增速有所放缓。幸福人寿通过由保险营销员队伍、团险销售队伍、银行保险管理队伍以及专业和兼业代理机构组成的分销网络，向客户提供传统寿险和分红寿险等产品与服务。2023年以来，幸福人寿未新设分公司，主要通过完善现有业务渠道建设、优化产品布局、提升分支机构专业化水平等措施，发挥全国性保险公司经营范围优势，推动保险业务规模增长，原保险保费收入市场份额亦有所提升。2023年，幸福人寿实现规模保费收入227.40亿元，较上年增长7.29%。但另一方面，受产品结构调整影响，公司保费收入增速有所放缓。

图表3·业务经营及市场排名

项目	规模（亿元）				较上年度变动情况（%）	
	2021年	2022年	2023年	2024年1—3月	2022年	2023年
原保险保费收入（亿元）	131.28	198.31	224.88	89.39	51.06	13.40
原保险保费收入市场份额（%）	0.42	0.62	0.64	0.54	--	--
规模保费（亿元）	163.17	211.95	227.40	90.48	29.90	7.29
原保险保费收入/规模保费（%）	80.46	93.56	98.89	98.80	--	--

资料来源：联合资信根据幸福人寿提供资料整理

2023年，幸福人寿规模保费保持增长，从规模保费结构看，以分红险和传统寿险为主，万能险保费收入占比不高且明显下降。2023年，幸福人寿持续推进价值转型工作，以长期型和价值型保险为主要发展方向，传统寿险的营销力度加大，且占规模保费的比重进一步提升，幸福人寿结合市场情况主推增额终身寿产品，该产品占高价值期交产品比重较高；持续引导期交分红险产品销售，同时压降趸交分红险产品，分红寿险整体保费规模略有下降；健康险及意外伤害险保费收入规模相对稳定。同时，2023年，幸福人寿调整业务策略，考虑到万能险对于公司偿付能力产生一定消耗，万能险推广力度有所下降，故万能险保费收入及占比进一步下降。

图表4·规模保费结构

项目	2021年	2022年	2023年	2024年1—3月
传统寿险（亿元）	107.74	159.23	188.31	71.81
分红寿险（亿元）	11.47	26.99	24.05	12.64
健康险（亿元）	10.35	10.64	11.16	4.43
意外伤害险（亿元）	1.48	1.22	1.15	0.45
万能险（亿元）	32.13	13.87	2.72	1.15
规模保费（亿元）	163.17	211.95	227.40	90.48

资料来源：联合资信根据幸福人寿提供资料整理

2023年，银保渠道仍为幸福人寿最大销售渠道，渠道多样化水平有待提高。幸福人寿主要通过银行、个人代理及保险经纪等渠道开拓保险业务，其中银保渠道为最主要的业务销售渠道。2023年，幸福人寿继续深化与中国建设银行股份有限公司、中国邮政储蓄银行股份有限公司、中国农业银行股份有限公司、兴业银行股份有限公司、华夏银行股份有限公司等国股大行的业务合作，同时拓展地方性商业银行合作机会，银保渠道合作银行布局更广泛，银保渠道保费收入有所增长，但受“报行合一”政策影响，2023年四季度银保渠道业务拓展面临一定压力，占比有所下滑，但银保渠道仍为公司主要销售渠道，渠道多元化程度有待加强。个人代理渠道方面，2023年，幸福人

寿在册人力进一步下降，但得益于代理人技术和服务能力不断优化及绩优机制完善，个险渠道保费收入增势较好，实现保费收入占全部保费收入的比例为 14.36%，占比较 2022 年有所提升。2023 年，幸福人寿经代渠道、团险渠道等其他渠道保费收入规模较小，业务占比保持较低水平。

图表 5 • 保险业务营销渠道结构

项目	规模（亿元）				占比（%）			
	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年 1—3 月	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年 1—3 月
银保渠道	126.93	176.51	186.92	69.87	77.79	83.28	82.20	77.22
个人代理	26.04	27.45	32.65	16.47	15.96	12.95	14.36	18.20
经代渠道	7.72	5.04	3.64	1.28	4.73	2.38	1.60	1.41
团险渠道	2.45	2.9	4.13	2.86	1.50	1.37	1.82	3.16
其他渠道	0.02	0.02	0.06	0.01	0.01	0.01	0.03	0.01
合计	163.17	211.95	227.40	90.48	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
 资料来源：联合资信根据幸福人寿提供数据整理

2023 年，幸福人寿持续推进价值转型，期缴业务续期保费收入规模有所增长，受“报行合一”政策及产品结构调整影响，期缴业务首年保费收入规模及趸交保费收入规模有所下降。2023 年，幸福人寿持续推进业务转型，以价值型业务为负债端主要发展目标，续期保费收入规模持续增长；然而，受“报行合一”政策落实后银保渠道新单业务开展受阻，期交业务首年保费收入有所下降。同时，2023 年，幸福人寿以分红险为主的趸交业务有所压降，使得当年趸交保费收入有所下降，占保险业务收入比重亦有所下滑。

图表 6 • 原保险保费收入期限结构

项目	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年 1—3 月
趸缴保费收入（亿元）	8.66	27.22	25.56	9.89
期缴业务首年保费收入（亿元）	52.45	78.78	55.95	22.68
期缴业务续期保费收入（亿元）	70.17	92.30	143.38	56.82
合计	131.28	198.31	224.88	89.39

资料来源：联合资信根据幸福人寿提供数据整理

2023 年，风险贴现率假设调低后，公司有效业务价值及内含价值均有所增长；在高价值业务发展推动下，新业务价值及新业务价值率有所上升。根据幸福人寿内含价值报告显示，公司按照风险贴现率 10.50% 的中心假设计算，较上年有所调低，主要是考虑到十年期国债收益率下降等因素；风险贴现率假设下调后缓解了有效业务价值及内含价值压力，同时得益于业务期限结构优化，期缴业务占比有所增长，公司内含价值较之前年度有所回升；幸福人寿通过推动高价值业务发展，新业务价值和内含价值率均有所增长。

图表 7 • 内含价值情况

项目	2021 年末	2022 年末	2023 年末	2024 年 3 月末
有效业务价值（亿元）	35.94	28.81	38.28	47.21
内含价值（亿元）	112.00	103.90	118.28	150.14
新业务价值（亿元）	4.20	6.29	6.44	7.51
新业务价值率（%）	6.87	5.93	7.74	22.58

注：上表新业务价值率计算口径：新业务价值/（趸缴保费收入+期缴业务首年保费收入）
 资料来源：联合资信根据幸福人寿提供资料整理

2023 年，幸福人寿不断加强期缴保障型产品的推广能力，保单期限结构持续调整，13 个月保单继续率有所提升；25 个月继续率保持较高水平。随着保单期限结构的持续调整，新保业务主要为五年交、六年交的中长期产品，未来保险风险相对可控。

图表 8 • 继续率情况

项目	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年 1—3 月
13 个月继续率（%）	93.40	90.50	95.01	93.40
25 个月继续率（%）	96.20	96.60	96.32	95.91

资料来源：联合资信根据幸福人寿提供数据整理

2024年以来，幸福人寿保险业务经营稳健，原保险保费收入基本与去年同期持平，仍以分红寿险、传统寿险为主要产品类型，银保渠道仍为公司保险业务主要营销渠道；随着新单期缴保费规模的增长，公司有效业务价值有所增长；由于“报行合一”政策实施后部分产品停售，13个月及25个月保单业务继续率略有下降。2024年1—3月，公司实现原保险保费收入89.39亿元，较上年同期基本持平；实现规模保费收入90.48亿元。值得注意的是，在“报行合一”要求下，银保渠道费用下降可能会影响银行层面对于代销保险业务开展积极性，该政策落实后对公司银保业务保费收入影响需保持关注。

2 投资业务分析

得益于可运用保险资金规模的扩大，2023年幸福人寿投资资产规模有所增长；受个别投资业务会计科目调整影响，财务口径投资收益率有所下降；得益于当期计入其他综合收益的可供出售金融资产公允价值变动损失规模有所收窄，综合口径投资收益率有所上升；投资业务以固定收益类资产和权益工具为主，部分投资资产已发生违约，相关资产未来回收情况以及存量投资资产质量变化情况需保持关注。

2023年，随着保险业务的发展，幸福人寿可运用的保险资金规模扩大，带动投资资产规模进一步增长。截至2023年末，幸福人寿投资资产总额988.48亿元，较上年末增长15.99%。目前幸福人寿形成了以优质固定和类固定收益投资配置为主，择机配置权益资产的投资体系。截至2024年3月末，幸福人寿未进行委外投资。

从投资资产配置情况来看，幸福人寿投资资产中固收类资产占比相对较高。2023年，随着可用资金增加，幸福人寿加大债券配置力度，固收类资产配置力度有所加大。截至2023年末，幸福人寿固收类资产投资余额466.57亿元，占投资资产总额的47.20%，以债券、信托计划、固收类资产管理产品等为主。其中，债券投资余额264.48亿元，多为利率债、金融债以及外部评级为AAA的企业债券，企业债发行人主要涉及电力、交通运输、建筑和公共事业等行业的地方国有企业。幸福人寿非标资产以信托计划和其他债务融资工具为主，底层融资人均均为外部信用评级为AA+及以上的央企、大型国企以及优质省级城投，考虑到非标投资风险与收益匹配度下降以及部分问题资产出清，2023年非标投资规模有所压降。幸福人寿权益工具资产主要为股票、基金、类基金资产管理产品以及部分非上市企业股权。从具体投资策略上看，股票投资方面，幸福人寿主要配置低估值高分红行业，持仓行业涉及通信、能源和医药等；股权投资方面，幸福人寿主要倾向于投资符合国家产业政策导向的战略性行业；类基金资管产品中以货币型基金和债券型基金为主，权益工具投资策略未进行重大调整。2023年，由于可运用资金的规模增长，加之出于收益方面考量，幸福人寿适当加大了类基金资产管理产品投资，同时减少了对于非上市企业股权投资并减仓股票；但另一方面，2023年，公司向南京银行股份有限公司（以下简称“南京银行”）派出的股东监事王家春先生辞任该行监事及监事会监督委员会委员职务，公司无法对南京银行实施重大影响，故该笔股权投资业务会计科目由长期股权投资转为可供出售金融资产，划分至可供出售金融资产的股票中，故从账面上来看股票投资规模有所增长。综合来看，2023年，公司权益工具资产规模有所增长。

从投资资产质量情况来看，2023年以来，幸福人寿无新增违约投资资产，违约投资资产均为存量投资。截至2024年3月末，幸福人寿所投资的非标资产涉及违约的账面余额为53.89亿元，大部分为幸福人寿投资的信托计划，融资主体涉及医药行业、房地产行业 and 基础设施建筑业等。2023年一季度末至2024年一季度末，幸福人寿通过现金回收和展期的方式累计处置14.86亿元违约投资资产，其余部分违约投资资产正在进行诉讼程序，部分违约资产具有较为足额的抵押，另有部分违约投资资产涉及融资主体债务重组，将按照重组进程进行债权清偿。针对违约投资，幸福人寿合计计提减值准备25.36亿元，考虑到公司非标投资违约规模较大以及当前信用事件频发的市场背景，需关注相关资产未来收回以及存量投资资产质量变化情况。

从投资收益情况来看，2023年，公司对南京银行的投资业务会计科目变更使得投资收益有所下滑，受以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产公允价值波动影响，公允价值变动产生净损失，故财务口径投资收益率指标同比下滑，而得益于当期计入其他综合收益的可供出售金融资产公允价值变动损失规模有所收窄，综合口径投资收益率有所上升。2023年，幸福人寿实现投资收益39.07亿元，公允价值变动亏损0.30亿元；财务口径投资收益率为4.20%，综合口径投资收益率为3.52%。同时，值得关注的是，受市场波动影响，幸福人寿可供出售金融资产公允价值变动一定程度上加大了权益科目项下其他综合收益负缺口，加之盈利出现净亏损，导致公司所有者权益规模下降。截至2023年末，幸福人寿其他综合收益-5.54亿元，所有者权益45.89亿元，所有者权益规模较上年末下降15.91%。

2024年以来，得益于可用资金规模的持续增长，公司投资资产规模持续提升，投资资产大类结构保持稳定。从投资品种情况来看，2024年以来，公司主要加大了权益类资产的配置力度。2024年1—3月，公司实现投资收益19.44亿元，公允价值变动收益0.21亿元。

图表 9 • 投资资产结构

项目	规模 (亿元)			占比 (%)		
	2021 年末	2022 年末	2023 年末	2021 年末	2022 年末	2023 年末
银行存款	34.37	41.76	30.70	4.73	4.90	3.11
固收类资产	350.81	386.00	466.57	48.23	45.29	47.20
债券	177.07	153.03	264.48	24.35	17.96	26.76
信托计划	103.41	139.69	117.07	14.22	16.39	11.84
固收类资产管理产品	8.07	8.04	0.00	1.11	0.94	0.00
其他债务工具	62.26	85.24	85.03	8.56	10.00	8.60
权益工具	328.65	410.92	481.81	45.19	48.22	48.74
基金及银行理财产品	78.90	86.13	67.20	10.85	10.11	6.80
类基金资产管理产品	125.86	177.40	305.05	17.30	20.82	30.86
股权投资	85.78	87.44	31.71	11.79	10.26	3.21
股票	38.11	59.95	77.84	5.24	7.03	7.88
投资性房地产	13.49	13.51	9.40	1.85	1.59	0.95
投资资产总额	727.32	852.19	988.48	100.00	100.00	100.00
减：减值准备	25.04	29.38	26.60	/	/	/
投资资产净额	702.28	822.81	961.88	/	/	/
投资收益率 (财务口径)	/	/	/	5.72	4.63	4.20
投资收益率 (综合口径)	/	/	/	6.56	3.31	3.52

注：上表投资资产计算口径：以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产+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+保户质押贷款+长期股权投资+投资性房地产+存出资本保证金；2021 年投资收益率指标均由幸福人寿提供，2022—2023 年投资收益率指标均为偿付能力报告数据
 资料来源：联合资信根据幸福人寿审计报告、偿付能力报告及提供资料整理

(三) 财务方面

幸福人寿提供了 2023 年及 2024 年第一季度合并财务报表及偿付能力报表，安永华明会计师事务所（特殊普通合伙）对 2023 年财务报表及偿付能力报表进行了审计，并出具了标准无保留的审计意见；2024 年第一季度合并财务报表未经审计。2023 年，幸福人寿财务报表合并范围较上年无变化，包括嘉兴久福股权投资合伙企业（有限合伙）、上海寰品实业有限公司及结构化主体。

1 盈利能力

2023 年，部分投资业务会计科目变更使得投资收益有所下滑，加之退保金及保险责任准备金计提规模增长加大了营业支出，幸福人寿出现净亏损，盈利能力显著下滑，需对盈利变动情况保持关注。2023 年，幸福人寿保险业务收入有所增长，但受产品结构的调整以及“报行合一”政策对业务开展规范化引导，保险业务收入增速较 2022 年有所放缓。投资收益方面，幸福人寿投资收益以买卖价差收入以及投资资产利息收入为主。受部分投资业务会计科目调整影响，长期股权投资转出时发生较大的处置亏损，公司投资收益规模有所下降。从公允价值变动收益情况来看，受资本市场波动影响，2023 年公司公允价值变动亏损 0.30 亿元，但整体亏损不大。公司其他业务收入主要包括初始/退保费收入和投资性房地产租金收入等（见图表 10）。

图表 10 • 营业收入情况表

项目	金额 (亿元)				较上年增长率 (%)	
	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年 1—3 月	2022 年	2023 年
营业收入	173.61	238.78	264.08	108.24	37.53	10.60
其中：已赚保费	131.03	198.15	224.76	88.41	51.23	13.43
保险业务收入	131.28	198.31	224.88	89.39	51.06	13.40
减：分出保费	0.27	0.19	0.08	0.04	-31.33	-57.77
提取未到期责任准备金	-0.02	-0.03	0.04	0.93	43.44	-232.75

投资收益	41.28	40.09	39.07	19.44	-2.88	-2.55
公允价值变动损益	0.36	-0.27	-0.30	0.21	-175.58	12.43
其他业务收入	0.92	0.74	0.51	0.16	-18.71	-32.11

资料来源：联合资信根据幸福人寿审计报告及季度报告整理

幸福人寿营业支出主要包括退保金、赔付支出、提取保险责任准备金、手续费及佣金支出和业务及管理费等。2023年，受个别年金产品退保金增加影响，公司退保金规模明显增长，退保率有所上升；赔付支出以满期给付和年金给付为主，赔付支出下降主要是由于满期给付压力减少。2023年，受其保险规模的增长以及国债收益率曲线下行等因素影响，幸福人寿提取保险责任准备金规模有所增长。从成本管控方面来看，2023年，幸福人寿手续费及佣金支出以及业务及管理费有所下降，主要系幸福人寿持续加强费用管理所致，带动综合费用率下降，成本控制能力进一步提升（见图表11）。

图表 11 • 费用及退保情况

项目	金额（亿元）				较上年增长率（%）	
	2021年	2022年	2023年	2024年1—3月	2022年	2023年
营业支出	168.35	236.96	265.54	104.69	40.75	12.06
其中：退保金（亿元）	29.24	49.82	76.75	12.98	70.39	54.06
赔付支出（亿元）	23.15	33.28	27.22	9.02	43.73	-18.19
提取保险责任准备金（亿元）	70.30	89.93	116.44	72.23	27.92	29.48
手续费及佣金支出（亿元）	20.42	34.51	24.05	5.45	68.97	-30.29
业务及管理费（亿元）	11.02	11.30	11.28	2.57	2.49	-0.19
资产减值损失（亿元）	3.87	7.82	0.50	-0.20	102.16	-93.63
综合退保率（%）	6.60	6.70	9.45	--	--	--
赔付率（%）	17.49	16.74	12.12	--	--	--
综合费用率（%）	24.07	23.15	15.81	--	--	--

资料来源：联合资信根据幸福人寿审计报告、季度报告及提供资料整理

从盈利情况来看，2023年，个别投资业务会计科目调整对营业收入产生负面影响，叠加退保金及保险责任准备金计提规模增长带动营业支出上升，幸福人寿全年出现净亏损，盈利能力较上年显著下降且低于同业平均水平，未来盈利变动情况值得关注（见图表12）。

图表 12 • 盈利水平

项目	2021年	2022年	2023年	2024年1—3月
净利润（亿元）	5.16	1.71	-1.41	3.50
平均资产收益率（%）	0.76	0.22	--	--
平均净资产收益率（%）	9.68	3.04	--	--

资料来源：联合资信根据幸福人寿审计报告及季度报告整理

2024年一季度，公司持续加大业务拓展，推动保险业务收入稳步提升，投资收益较上年同期大幅增长，营业收入同比保持增长态势。营业支出方面，公司退保金支出同比下降，满期给付进一步下降带动赔付支出同比下滑，但受国债收益率曲线下行以及保险业务规模的增长等因素影响，公司提取保险责任准备金同比上升较多；整体来看，提取保险责任准备金上升推动营业支出较上年同期有所增长。2024年一季度，主要得益于投资收益对营业收入贡献度加大，公司净利润较上年同期有所增长。2024年1—3月，公司实现营业收入108.24亿元，同比增长7.46%；实现净利润3.50亿元，较上年同期增长104.68%，同比增幅较大。

2 流动性

2023年以来，幸福人寿短期流动性风险可控，但其负债久期期限较长，资产负债期限存在一定程度错配，需关注公司未来资产负债错配的管理情况。

幸福人寿根据资产负债管理的监管规则，按照季度测算资产负债期限匹配情况，持续完善流动性管理组织架构和制度，从流动性计划、压力测试、日常资金调配、流动性风险监控、流动性预警和应急预案管理等方面开展流动性风险管理工作。

从资产负债期限匹配情况来看，幸福人寿保险产品以中长期产品为主，负债端久期较长，且随着 2023 年中长期产品新增较多，负债久期较 2022 年有所拉长；在资产端方面，公司为降低错配期限而相应加大了长久期资产的配置力度，资产久期有所拉长，但仍面临一定的久期期限缺口，截至 2023 年末，幸福人寿规模调整后的久期缺口大概在-11 年左右。同时，联合资信注意到，随着公司长期险产品的不断发展，且在当前市场环境下，国内资本市场长期资产供给不足，公司将面临一定的资产负债期限错配风险，需持续关注公司的资产负债期限错配情况。

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可供出售金融资产和以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产等。2023 年，在交易性金融资产及可供出售金融资产规模增长的推动下，公司可快速变现资产规模大幅增加，占资产总额的比重进一步提升（见图表 13）。

从负债构成来看，公司负债结构主要包括保险合同准备金以及保户储金及投资款。准备金计提方面，2023 年，随着保险业务的持续增长，公司保险合同准备金规模有所增长，但由于公司退休金的增加，公司准备金赔付倍数有所下降。

图表 13 • 主要流动性指标

项目	2021 年末	2022 年末	2023 年末
可快速变现资产（亿元）	448.75	513.08	724.83
可快速变现资产/资产总额（%）	61.93	60.41	73.48
保险合同准备金（亿元）	463.74	551.93	669.04
准备金赔付倍数（倍）	8.85	6.64	6.43

资料来源：联合资信根据幸福人寿审计报告整理

公司在偿二代二期流动性规则下，按照相关制度要求进行流动性风险监管指标监测。截至 2024 年一季度末，从指标结果显示，流动性覆盖率方面，公司基本情景和压力情景下未来 3 个月和 12 个月的流动性覆盖率 LCR1、LCR2 和 LCR3 结果均满足监管指标；在经营活动净现金流回溯不利偏差率指标方面，公司采取审慎的原则预测未来经营活动现金流，过去两个季度的经营活动净现金流回溯不利偏差率均高于-30%，满足监管要求。公司 2024 年一季度累计现金净流入 35.24 亿元。

3 资本充足性

2023 年，幸福人寿核心资本、实际资本及最低资本均有所缩减，共同作用下核心及综合偿付能力充足率实现小幅回升；2024 年一季度，随着业务的开展，各项偿付能力充足率指标有所下降。考虑到未来业务的持续发展、资本补充债券资本补充效用逐年递减等因素，公司偿付能力变化情况需保持关注。

2023 年，幸福人寿未进行增资扩股及股利分配。截至 2023 年末，幸福人寿所有者权益合计 45.89 亿元，较上年末下降 15.91%，主要系出现净亏损及资本市场波动下其他综合收益下降所致，同时未弥补亏损的存在仍对其资本水平形成一定的扣减。截至 2023 年末，幸福人寿股本 101.30 亿元，资本公积 45.41 亿元，其他综合收益-5.54 亿元，未弥补亏损 95.28 亿元。

2023 年以来，规则 II 实施后，保单未来盈余不能全额计入核心资本，加之净资产下降，使得幸福人寿核心资本明显下降，同时由于资本补充债券资本补充效力递减，其实际资本亦有所下降。另一方面，受资产配置结构调整等因素影响，其利率风险最低资本明显降低，最低资本规模有所下降；综合来看，核心及综合偿付能力充足率较上年有所上升。

2024 年一季度，随着业务的发展，幸福人寿实际资本和最低资本均有所增长，截至 2024 年 3 月末，公司核心偿付能力充足率和综合偿付能力充足率分别为 71.37%和 123.25%，较 2023 年末均有所下降，偿付能力虽高于监管的最低要求，但随着业务规模的扩张，公司核心资本仍面临一定补充压力。

此外，需注意的是，幸福人寿所发行的两支资本补充债券“15 幸福人寿”和“18 幸福人寿”均未行使提前赎回权，上述资本补充债券的资本补充效力持续递减，同时考虑到 2023 年以来幸福人寿并未通过增资扩股等方式补充外源性资本，叠加 2023 年出现净亏损未对内源性资本形成正向补充作用，未来偿付能力变动情况值得关注。

图表 14 • 偿付能力情况

项目	2021 年末	2022 年末	2023 年末	2024 年 3 月末
资产总额（亿元）	724.64	849.40	986.41	1044.77
负债总额（亿元）	666.68	794.83	940.53	984.05
注册资本（亿元）	101.30	101.30	101.30	101.30

所有者权益（亿元）	57.96	54.57	45.89	60.72
认可资产（亿元）	722.70	847.01	984.26	1042.54
认可负债（亿元）	587.40	708.39	856.91	892.27
实际资本（亿元）	135.30	138.61	127.34	150.27
其中：核心一级资本（亿元）	80.71	80.86	71.32	86.49
最低资本（亿元）	79.40	108.81	93.70	121.93
认可资产负债率（%）	81.28	83.64	87.06	85.59
核心偿付能力充足率（%）	101.65	74.98	76.80	71.37
综合偿付能力充足率（%）	170.41	127.39	135.91	123.25

资料来源：联合资信根据幸福人寿偿付能力报告整理

七、外部支持

人身保险公司承担一定社会养老及社会公共职能，当出现经营困难时，获得政府直接或间接支持的可能性大。

人身险公司承担一定的社会养老及社会公共职能，其对于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。

八、债券偿还风险分析

1 债券偿还能力

截至本报告出具日，幸福人寿已发行且尚在存续期内的资本补充债券本金 60.00 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；假若幸福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均未如期行使提前赎回权。

以 2023 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图 15，公司对存续期内的债券保障程度较好。

图表 15 • 存续期债券保障情况

项目	2023 年末
存续期内资本补充债券本金（亿元）	60.00
净利润/资本补充债券（倍）	--
可快速变现资产/资本补充债券（倍）	12.08
股东权益/资本补充债券本金（倍）	0.76

资料来源：联合资信根据幸福人寿审计报告整理

2 债项条款及增信措施

担保方中国信达作为国有控股的资产管理公司，主营业务涵盖银行、证券、信托、期货等金融领域，经营实力强，为本期债券偿还提供有力保障。

“15 幸福人寿”由中国信达资产管理股份有限公司提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保，担保范围包括该债券本金及其利息、违约金、损害赔偿金和实现债权的费用。

中国信达前身为成立于 1999 年 4 月的中国信达资产管理公司，是经国务院批准，为化解金融风险、维护金融体系稳定、推动国有银行和企业改革发展而成立的首家金融资产管理公司，初始注册资本 100.00 亿元。2010 年 6 月，中国信达资产管理公司股份改制并更名为现名。2012 年 4 月，中国信达引入全国社会保障基金理事会、UBS AG、Standard Chartered Bank、中信资本控股有限公司四家战略投资者，注册资本增至 301.40 亿元。2013 年 12 月，中国信达在香港联合交易所主板上市，募集资金 28 亿美元，成为五大金融资产管理公司中率先完成改制并实现上市的公司。截至 2023 年末，中国信达股本为 381.65 亿元，其中中华人民共和国财政部（以下简称“财政部”）持有中国信达 58.00% 的股权。

不良资产经营业务是中国信达的核心业务，主要由公司本部负责开展。目前，中国信达不良资产经营业务布局主要涵盖不良债权资产收购处置业务、债转股资产管理处置、其他不良资产业务以及受托经营与其他业务。截至 2023 年末，中国信达收购经营类和收购重组类不良债权资产净额分别为 2487.07 亿元和 591.73 亿元。中国信达已建立了涵盖银行、证券、期货、公募基金、信托、租赁等领域的协同金融服务平台，为客户提供综合金融服务。中国信达确立了以不良资产经营为核心，以投资及资产管理与金融服务为发展重点的整体经营策略，经营状况较好，金融牌照健全，有助于业务协同发展。

2023 年，中国信达实现营业收入 829.94 亿元，其中不良资产处置净收益 156.55 亿元，投资收益 224.17 亿元，利息收入 330.61 亿元；营业支出为 755.79 亿元，其中利息支出 440.99 亿元，信用减值损失 84.75 亿元，业务及管理费 107.19 亿元；实现净利润 69.93 亿元，平均资产收益率和平均净资产收益率分别为 0.44% 和 3.29%。

总体看，中国信达作为国有控股的资产管理公司，拥有极强的筹资能力和资产变现能力，不良资产经营业务继续保持行业竞争优势，资本实力雄厚，整体抗风险能力极强。经联合资信评定，中国信达主体长期信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

图表 16 • 中国信达主要财务数据

项目	2021 年末	2022 年末	2023 年末
资产总额 (亿元)	15642.79	16159.89	15943.57
股东权益 (亿元)	2017.75	2079.95	2171.56
资产负债率 (%)	87.10	87.13	86.38
*资本充足率 (%)	16.18	17.25	18.02
*一级资本充足率 (%)	14.08	15.48	16.49
*核心一级资本充足率 (%)	11.22	10.98	11.78

项目	2021 年	2022 年	2023 年
营业收入 (亿元)	1031.73	899.81	829.94
营业支出 (亿元)	853.64	802.24	755.79
净利润 (亿元)	130.00	72.31	69.93
平均资产收益率 (%)	0.84	0.45	0.44
平均净资产收益率 (%)	6.55	3.53	3.29

注：标*数据为母公司数据

资料来源：联合资信根据中国信达审计报告整理

综合考虑幸福人寿资本实力、业务经营及流动性等情况以及债券增信措施，公司存续期内的“15 幸福人寿”违约概率极低，“18 幸福人寿”违约概率较低。

九、跟踪评级结论

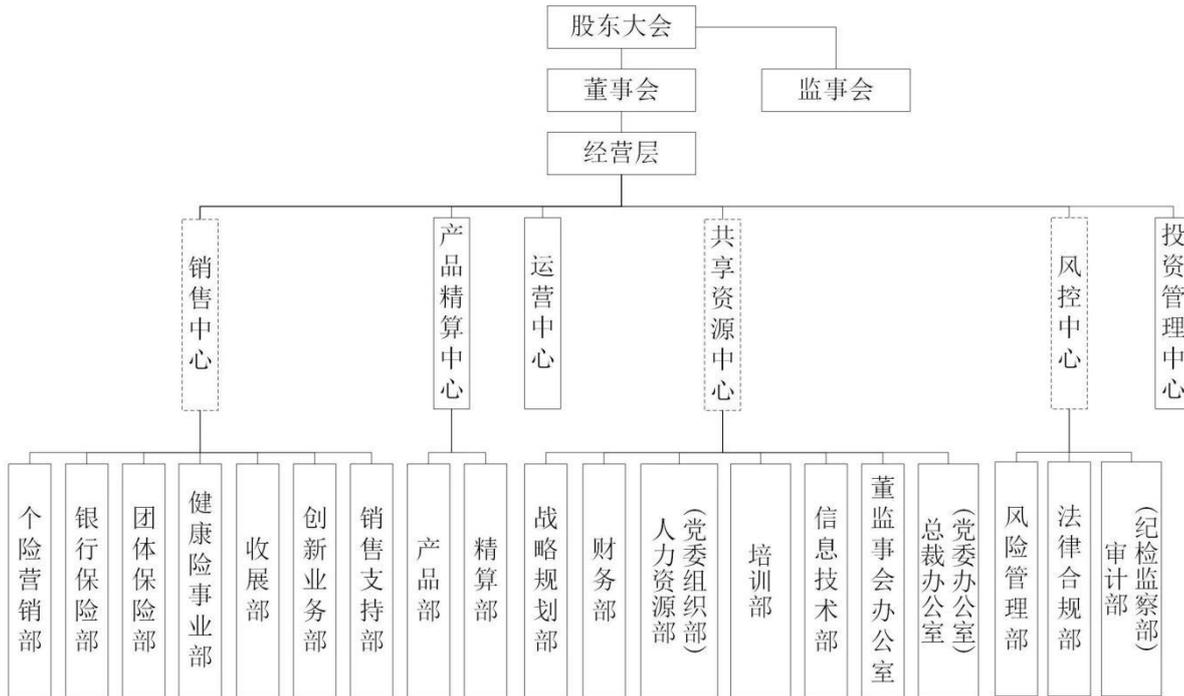
基于对公司经营风险、财务风险、外部支持及债券偿还风险等方面的综合分析评估，联合资信确定下调公司主体长期信用等级为 AA⁻，维持“15 幸福人寿”信用等级为 AAA，下调“18 幸福人寿”信用等级为 A⁺，评级展望为稳定。

附件 1-1 公司主要股东持股情况表（截至 2024 年 3 月末）

股东名称	股份类别	持股金额（亿元）	持股比例（%）
诚泰财产保险股份有限公司	国有股	30.39	30.00
东莞市交通投资集团有限公司	国有股	21.27	21.00
三胞集团有限公司	社团法人股	14.37	14.18
深圳市亿辉特科技发展有限公司	社团法人股	9.39	9.27
陕西煤业化工集团有限责任公司	国有股	8.29	8.19
深圳市拓天投资管理有限公司	社团法人股	7.20	7.10

资料来源：联合资信根据幸福人寿偿付能力报告整理

附件 1-2 公司组织架构图（截至 2024 年 3 月末）



资料来源：联合资信根据幸福人寿提供资料整理

附件 2 主要财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
投资类资产	拆出资金+以公允价值计量且变动计入当期损益的金融资产+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+归入贷款及应收款的投资+长期股权投资+存出资本保证金+投资性房地产+保户质押贷款+其他可计入部分
投资类资产*	拆出资金+交易性金融资产+债权投资+其他债权投资+其他权益工具投资+衍生金融资产+买入返售金融资产+定期存款+长期股权投资+存出资本保证金+投资性房地产+其他可计入部分
投资收益率（财务报表计算口径）	$(\text{投资收益} + \text{公允价值变动损益} + \text{汇兑收益} + \text{其他业务收入中应计入部分} - \text{其他业务支出中应计入部分}) / [(\text{期初投资类资产余额} + \text{期末投资类资产余额}) / 2] \times 100\%$
投资收益率（财务报表计算口径）*	$(\text{投资收益} + \text{利息收入} + \text{公允价值变动损益} + \text{汇兑收益} + \text{其他业务收入中应计入部分} - \text{其他业务支出中应计入部分}) / [(\text{期初投资类资产余额} + \text{期末投资类资产余额}) / 2] \times 100\%$
综合退保率	$\text{本期退保金} / (\text{期初寿险责任准备金} + \text{期初长期健康险责任准备金} + \text{本期期缴保费收入}) \times 100\%$
赔付率	$(\text{赔付支出} - \text{摊回赔付支出}) / \text{已赚保费} \times 100\%$
手续费及佣金率	$\text{手续费及佣金支出} / \text{保险业务收入} \times 100\%$
手续费及佣金率*	$\text{手续费及佣金支出} / \text{保险服务收入} \times 100\%$
综合费用率	$(\text{分保费用} + \text{税金及附加} + \text{手续费及佣金支出} + \text{业务及管理费} - \text{摊回分保费用}) / \text{已赚保费} \times 100\%$
综合费用率*	$(\text{税金及附加} + \text{手续费及佣金支出} + \text{业务及管理费}) / \text{保险服务收入} \times 100\%$
平均资产收益率	$\text{净利润} / [(\text{期初资产总额} + \text{期末资产总额}) / 2] \times 100\%$
平均净资产收益率	$\text{净利润} / [(\text{期初净资产总额} + \text{期末净资产总额}) / 2] \times 100\%$
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+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	$\text{年末保险合同准备金余额} / (\text{当年赔付支出} + \text{当年退保金})$
实际资本	认可资产-认可负债
认可资产负债率	$\text{认可负债} / \text{认可资产} \times 100\%$
核心偿付能力充足率	$\text{核心资本} / \text{最低资本} \times 100\%$
综合偿付能力充足率	$\text{实际资本} / \text{最低资本} \times 100\%$

注：标*公式适用于执行《企业会计准则第 25 号—保险合同》（财会[2020]20 号，简称“新保险合同会计准则”）以及《企业会计准则第 22 号—金融工具确认和计量》（财会[2017]7 号）、《企业会计准则第 23 号—金融资产转移》（财会[2017]8 号）、《企业会计准则第 24 号—套期会计》（财会[2017]9 号）和《企业会计准则第 37 号—金融工具列报》（财会[2017]14 号）（简称“新金融工具会计准则”）的保险企业

附件 3-1 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

附件 3-2 中长期债券信用等级设置及含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

附件 3-3 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