

联合资信评估有限公司

承诺书

本机构承诺出具的幸福人寿保险股份有限公司2018年跟踪信用评级报告不存在虚假记载、误导性陈述或重大遗漏，并对其真实性、准确性及完整性负责。

联合资信评估有限公司

二零一八年七月十九日



信用等级公告

联合[2018] 1730 号

联合资信评估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，确定维持幸福人寿保险股份有限公司主体长期信用等级为 AAA，2015 年资本补充债券（30 亿元）的信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一八年七月十九日



幸福人寿保险股份有限公司

2018年跟踪信用评级报告

本次跟踪评级结果

发行人主体长期信用等级: AAA
 担保人主体长期信用等级: AAA
 资本补充债券信用等级: AAA
 评级展望: 稳定

评级时间

2018年7月19日

上次跟踪评级结果

发行人主体长期信用等级: AAA
 担保人主体长期信用等级: AAA
 资本补充债券信用等级: AAA
 评级展望: 稳定

评级时间

2017年7月17日

主要数据

项目	2017年末	2016年末	2015年末
资产总额(亿元)	728.54	670.37	608.19
负债总额(亿元)	646.20	645.19	566.04
保险合同准备金(亿元)	395.66	311.86	262.09
股东权益(亿元)	82.34	25.18	42.15
实际资本(亿元)	107.10	67.26	46.95
偿付能力充足率(%)	-	-	237.33
核心偿付能力充足率(%)	100.91	66.31	-
综合偿付能力充足率(%)	140.34	119.60	-
项目	2017年	2016年	2015年
营业收入(亿元)	235.73	188.20	142.60
已赚保费(亿元)	184.48	136.27	97.63
净利润(亿元)	0.49	0.18	3.35
投资收益及公允价值变动损益之和(亿元)	50.45	51.04	44.40
投资资产收益率(%)	6.93	7.77	10.15
退保率(%)	22.13	17.19	14.59
综合费用率(%)	13.93	16.40	20.73
手续费及佣金率(%)	6.55	5.54	3.86
总资产收益率(%)	0.07	0.03	0.68
净资产收益率(%)	0.92	0.54	8.41

数据来源: 幸福人寿审计报告、偿付能力报告, 联合资信整理。
 注: 核心偿付能力充足率、综合偿付能力充足率数据口径为《保险公司偿付能力监管规则(1-17号)》(保监发[2015]22号)。

分析师

秦永庆 陈龙泰

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

幸福人寿保险股份有限公司(以下简称“幸福人寿”或“公司”)成立于2007年,为中国信达资产管理有限公司(以下简称“中国信达”)控股子公司。2017年以来,公司持续加强公司治理机制和风险控制体系建设,为业务的发展提供了良好的保障;建立了覆盖面较广的营销渠道,银保渠道较快发展;随着业务渠道逐步拓展,保费收入快速上升,投资收益整体有所提升,同时,由于保险业务发展带来退保金和准备金支出的增加,盈利水平仍较低。2016-2017年,公司先后募集资金5.88亿元和63.87亿元,资本实力得到大幅提升,但随着业务的持续发展,幸福人寿仍面临一定的资本补充压力。公司控股股东中国信达系国内四大国有资产管理公司之一,旗下拥有8家从事资产管理和金融服务业务的全资或控股一级子公司,并通过整合旗下保险和投资资源,满足客户产品需求,为公司业务发展提供支持;综合财务实力极强,并对幸福人寿发行的2015年资本补充债券提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。经联合资信评估有限公司评定,中国信达主体长期信用等级为AAA,评级展望为稳定。

综上,联合资信评估有限公司确定维持幸福人寿保险股份有限公司主体长期信用等级为AAA,2015年资本补充债券(30亿元)的信用等级为AAA,评级展望为稳定。该评级结论反映了幸福人寿已发行资本补充债券的违约风险极低。

优势

- 公司治理机制与风险管理体系运行良好,保费收入持续上升,资金运用收益稳步增长;
- 控股股东中国信达作为综合性金融控股集团,综合财务实力极强,能够从资本补充、业务拓展、内部管理方面给予公司较大支

持；

- 增资扩股后，公司资本实力得到大幅提升；
- 国内保险市场发展潜力大，得益于积极有利的政策推动和适当的行业监管，保险行业发展前景持续向好。

关注

- 信托计划及保险资管产品等投资规模上升较快，由此带来的相关风险需予以关注；投资资产价值和投资收益受市场价格波动影响较大；
- 盈利指标波动性较大，盈利水平有待提升；
- 保险费率改革和市场竞争加剧对寿险行业盈利水平和风险管理产生一定压力；
- 随着业务的持续发展，公司仍面临一定的资本补充压力。

声 明

一、本报告引用的资料主要由幸福人寿保险股份有限公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对以上资料的真实性、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。

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。

幸福人寿保险股份有限公司

2018年跟踪信用评级报告

一、主体概况

幸福人寿保险股份有限公司（以下简称“幸福人寿”或“公司”）成立于2007年11月，是由中国信达资产管理股份有限公司、中国中旅（集团）公司、大同煤矿集团有限责任公司、奇瑞汽车股份有限公司、芜湖市建设投资有限公司、陕西煤业化工集团有限责任公司等15家企业共同发起组建的全国性股份制人寿保险公司，初始注册资本11.59亿元。自成立以来，幸福人寿多次通过增资扩股的方式增加注册资本，2016-2017年，公司先后募集资金5.88亿元和63.87亿元，注册资本增至101.30亿元。截至2017年末，幸福人寿前五大股东持股情况见表1，其中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”）持股比例为51.00%。

表1 幸福人寿前五大股东持股情况 单位：%

股东名称	持股比例
中国信达资产管理股份有限公司	51.00
三胞集团有限公司	14.18
深圳市亿辉科技发展有限公司	9.27
陕西煤业化工集团有限责任公司	8.19
深圳市拓天投资管理有限公司	7.10
合计	89.74

数据来源：幸福人寿提供，联合资信整理。

幸福人寿的经营范围：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；国家法律允许的保险资金运用业务；经中国保监会¹批准的其他业务。（企业依法自主选择经营项目，开展经营活动；依法须经批准的项目，经相关部门批准后依批准的内容开展经营活动；不得从事本市产业政策

¹ 注：现中国银保监会。

禁止和限制类项目的经营活动。）

截至2017年末，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；开业机构数量254家，其中二级机构22家，三级机构79家，四级机构153家。

截至2017年末，幸福人寿资产总额728.54亿元，其中投资资产710.51亿元；负债总额646.20亿元，其中保险合同准备金合计395.66亿元；股东权益82.34亿元；实际资本107.10亿元，核心偿付能力充足率100.91%，综合偿付能力充足率140.34%。2017年，幸福人寿实现营业收入235.73亿元，其中已赚保费184.48亿元，投资收益50.50亿元；净利润0.49亿元。

注册地址：北京市东城区东中街29号东环广场B座八层。

法定代表人：刘明

二、已发行债券概况

幸福人寿险已发行并经联合资信评级的债券为2015年12月发行的总额为30亿元的10年期可赎回资本补充债券，债券概况见表2。2017年，幸福人寿在债券付息日之前及时对外发布了债券的付息公告，并按时足额支付了相应的利息。

表2 债券概况

名称	15幸福人寿
发行方式	公开发行
规模	30亿元
期限	(5+5)年
债券利率	前五年票面利率4.00%，在第5年末如果发行人不行使赎回权，则从第6个计息年度开始到该品种债务到期为止，后5个计息年度内的票面利率为前五个计息年度票面利率加100个基点。
付息频率	年付

三、经营环境分析

1. 宏观经济环境分析

2017年,世界主要经济体仍维持复苏态势,为我国经济稳中向好发展提供了良好的国际环境,加上供给侧结构性改革成效逐步显现,2017年我国经济运行总体稳中向好、好于预期。2017年,我国国内生产总值(GDP)82.8万亿元,同比实际增长6.9%(见表3),经济增速自2011年以来首次回升。具体来看,西部地区经济增速引领全国,山西、辽宁等地区有所好转;产业结构持续改善;固定资产投资增速有所放缓,居民消费平稳较快增长,进出口大幅改善;全国居民消费价格指数(CPI)有所回落,工业生产者出厂价格指数(PPI)和工业生产者购进价格指数(PPIRM)涨幅较大;制造业采购经理人指数(制造业PMI)和非制造业商务活动指数(非制造业PMI)均小幅上升;就业形势良好。

积极的财政政策协调经济增长与风险防范。2017年,全国一般公共预算收入和支出分别为17.3万亿元和20.3万亿元,支出同比增幅(7.7%)和收入同比增幅(7.4%)均较2016年有所上升,财政赤字(3.1万亿元)较2016年继续扩大,财政收入增长较快且支出继续向民生领域倾斜;进行税制改革和定向降税,减轻相关企业负担;进一步规范地方政府融资行为,防控地方政府性债务风险;通过拓宽PPP模式应用范围等手段提振民间投资,推动经济增长。稳健中性的货币政策为供给侧结构性改革创造适宜的货币金融环境。2017年,央行运用多种货币政策工具“削峰填谷”,市场资金面呈紧平衡状态;利率水平稳中有升;M1、M2增速均有所放缓;社会融资规模增幅下降,其中人民币贷款仍是主要融资方式,且占全部社会融资规模增量的比重(71.2%)也较上年有所提升;人民币兑美元汇率有所上升,外汇储备规模继续增长。

三大产业保持平稳增长,产业结构继续改

善。2017年,我国农业生产形势较好;在深入推进供给侧结构性改革、推动产业转型升级以及世界主要经济体持续复苏带动外需明显回升的背景下,我国工业结构得到进一步优化,工业生产保持较快增速,工业企业利润快速增长;服务业保持较快增长,第三产业对GDP增长的贡献率(58.8%)较2016年小幅上升,仍是拉动经济增长的重要力量。

固定资产投资增速有所放缓。2017年,全国固定资产投资(不含农户)63.2万亿元,同比增长7.2%(实际增长1.3%),增速较2016年下降0.9个百分点。其中,民间投资(38.2万亿元)同比增长6.0%,较2016年增幅显著,主要是由于2017年以来有关部门发布多项政策措施,通过放宽行业准入、简化行政许可与提高审批服务水平、拓宽民间资本投融资渠道、鼓励民间资本参与基建与公用事业PPP项目等多种方式激发民间投资活力,推动了民间投资的增长。具体来看,由于2017年以来国家进一步加强对房地产行业的宏观调控,房地产开发投资增速(7.0%)呈趋缓态势;基于基础设施建设投资存在逆周期的特点以及在经济去杠杆、加强地方政府性债务风险管控背景下地方政府加大基础设施投资推高GDP的能力受到约束的影响,基础设施建设投资增速(14.9%)小幅下降;制造业投资增速(4.8%)小幅上升,且进一步向高新技术、技术改造等产业转型升级领域倾斜。

居民消费维持较快增长态势。2017年,全国社会消费品零售总额36.6万亿元,同比增长10.2%,较2016年小幅回落0.2个百分点。2017年,全国居民人均可支配收入25974元,同比名义增长9.0%,扣除价格因素实际增长7.3%,居民收入的持续较快增长是带动居民部门扩大消费从而拉动经济增长的重要保证。具体来看,生活日常类消费,如粮油烟酒、日用品类、服装鞋帽消费仍保持较快增长;升级类消费品,如通信器材类、文化办公用品类、家用电器和音响器材类消费均保持较高增速;网络销售继

续保持高增长态势。

进出口大幅改善。2017年，在世界主要经济体持续复苏的带动下，外部需求较2016年明显回暖，加上国内经济运行稳中向好、大宗商品价格持续反弹等因素共同带动了进出口的增长。2017年，我国货物贸易进出口总值27.8万亿元，同比增加14.2%，增速较2016年大幅增长。具体来看，出口总值（15.3万亿元）和进口总值（12.5万亿元）同比分别增长10.8%和18.7%，较2016年均大幅上涨。贸易顺差2.9万亿元，较2016年有所减少。从贸易方式来看，2017年，一般贸易进出口占我国进出口总额的比重（56.3%）较2016年提高1.3个百分点，占比仍然最高。从国别来看，2017年，我国对美国、欧盟和东盟进出口分别增长15.2%、15.5%和16.6%，增速较2016年大幅提升；随着“一带一路”战略的深入推进，我国对哈萨克斯坦、俄罗斯、波兰等部分一带一路沿线国家进出口保持快速增长。从产品结构来看，机电产品、传统劳动密集型产品仍为出口主力，进口方面主要以能源、原材料为主。

展望2018年，全球经济有望维持复苏态势，这将对我国的进出口贸易继续构成利好，但主要经济体流动性趋紧以及潜在的贸易保护主义风险将会使我国经济增长与结构改革面临

挑战。在此背景下，我国将继续实施积极的财政政策和稳健中性的货币政策，深入推进供给侧结构性改革，深化国资国企、金融体制等基础性关键领域改革，坚决打好重大风险防范化解、精准脱贫、污染防治三大攻坚战，促进经济高质量发展，2018年经济运行有望维持向好态势。具体来看，固定资产投资将呈现缓中趋稳态势。其中，基于当前经济稳中向好加上政府性债务风险管控的加强，2018年地方政府大力推动基础设施建设的动力和能力都将有所减弱，基础设施建设投资增速或将小幅回落；在高端领域制造业投资的拉动下，制造业投资仍将保持较快增长；当前房地产市场的持续调控、房企融资受限等因素对房地产投资的负面影响仍将持续，房地产投资增速或将有所回落。在国家强调消费对经济发展的基础性作用以及居民收入持续增长的背景下，居民消费将保持平稳较快增长；对外贸易有望保持较好增长态势，调结构、扩大进口或将成为外贸发展的重点内容，全球经济复苏不确定性、贸易保护主义以及2017年进出口额基数较高等因素或导致2018年我国进出口增速将有所放缓。此外，物价水平或将出现小幅上升，失业率总体将保持稳定，预计全年经济增速在6.5%左右。

表3 宏观经济主要指标 单位：%/亿元

项目	2017年	2016年	2015年	2014年	2013年
GDP增长率	6.9	6.7	6.9	7.4	7.7
CPI增长率	1.6	2.0	1.4	2.0	2.6
PPI增长率	6.3	-1.4	-5.2	-1.9	-1.9
M2增长率	8.2	11.3	13.3	12.2	13.6
固定资产投资增长率	7.0	8.1	10.0	15.7	19.3
社会消费品零售总额增长率	10.2	10.4	10.7	10.9	13.1
进出口总额增长率	14.2	-0.9	-7.0	2.3	7.6
进出口贸易差额	28718	33523	36865	23489	2592

资料来源：国家统计局、人民银行、Wind资讯，联合资信整理。
注：2013年进出口贸易差额的单位为亿美元。

2. 寿险行业发展概况

(1) 业务概况

近年来，受宏观经济增长放缓影响，我国实施积极的财政政策和稳健中性的货币

政策，为保险行业的发展提供了良好的政策环境。在积极的财政政策下，投资增长特别是公共消费型基础投资、养老产业的相关投资，不但为保险资产配置提供了渠道，也会

带动新的保险需求。在稳健中性的货币政策下，寿险公司资金成本长期来看维持在稳定合理的区间内，寿险产品的吸引力将得到增强。2017年以来，保险行业延续稳步发展势头，保险产品结构不断优化；寿险行业原保费收入保持较快增长，但受万能险业务下滑影响，行业规模保费增速逐步放缓。2017年，我国寿险业务原保费收入2.67万亿元，同比增长23.01%，寿险原保费收入保持强劲增长趋势。其中，普通寿险和健康险业务分别实现原保险保费收入2.15万亿元和0.44万亿元，同比分别增长23.01%和8.58%。资产方面，寿险公司总资产13.21万亿元，较年初增长6.25%，寿险公司资产

增速有所放缓。

寿险市场集中度方面，截至2017年末，我国共有人身保险公司85家，其中中资公司57家，外资公司28家，主体数量稳步增长。2015-2017年，我国人身保险行业市场集中度高，原保费收入前10大公司市场份额合计占比在70%以上（见表4），随着寿险公司增加以及中小寿险公司业务快速发展，前十大寿险市场集中度逐步下降，安邦寿险、和谐健康等公司市场占比上升。此外，外资人身保险公司原保险保费收入合计市场份额为7.43%，市场占有率呈上升趋势，但仍维持在较低水平。

表4 寿险公司市场集中度（原保费收入） 单位：%

排名	2015年		2016年		2017年	
	公司	占比	公司	占比	公司	占比
1	国寿股份	22.96	国寿股份	19.85	国寿股份	19.67
2	平安人寿	13.14	平安人寿	12.69	平安人寿	14.17
3	新华人寿	7.05	太保人寿	6.33	安邦人寿	7.28
4	太保人寿	6.85	安邦人寿	5.26	太保人寿	6.68
5	人保寿险	5.64	新华人寿	5.19	泰康人寿	4.43
6	太平人寿	5.04	和谐健康	4.93	太平人寿	4.38
7	富德生命人寿	4.98	人保寿险	4.84	新华人寿	4.20
8	泰康人寿	4.79	富德生命人寿	4.71	人保寿险	4.08
9	安邦人寿	3.44	太平人寿	4.35	华夏人寿	3.34
10	和谐健康	1.94	泰康人寿	4.14	富德生命人寿	3.09
	合计	75.83	合计	72.30	合计	71.31

数据来源：保监会网站、联合资信整理。

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。近年来，我国寿险产品收入占比维持在较高水平，但占比整体呈下降的趋势，健康保险占比整体呈上升态势，2017年，我国寿险业务占人身险业务的80.22%，健康险业务占16.41%。2016年下半年以来，保监会²持续加强对万能险和险资举牌等行为的监管和处罚，使万能险产品不断减少，结算利率不断下降。2017年以来，部分保险公司万能险业务呈现负增长，新产品的结算利率持续下降，万能险多以年金或附加险的形式出

现在保险公司的业务模式中。2017年，寿险行业共实现总保费收入3.24万亿元，同比下降6.06%；实现原保险保费收入2.60万亿元，同比增长20.04%，增速有所放缓。

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

² 注：现中国银保监会。

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

保险公司盈利来自两方面，一是保费收入与赔付及费用支出的差额，即承保利润；二是保险资金运用收益，即投资收益。承保利润方面，寿险赔付金额和赔付率逐年上升，健康险赔付金额和赔付率波动较大，意外险赔付金额和赔付率相对稳定。由于保险行业竞争日益激烈，保险公司为保持市场竞争力，逐步压缩承保利润空间，保险公司盈利水平越来越依赖于投资收益。

投资收益方面，2017年以来，受益于债券和长期股权投资收益率有所提升，有利于险企固定收益类投资收益的提升，同时股市行情表现较好，保险公司在股票投资方面也有较好的表现，整体投资收益水平稳中有进。截至2017年末，国内保险资金运用余额14.92万亿元，较上年末增长11.42%，占国内保险行业资产总额的89.08%。从投资

资产结构来看，保险资金运用配置更趋优化，截至2017年末，银行存款与债券投资合计占比47.51%，较2016年末下降3.19个百分点；股票和证券投资基金占比12.30%，下降0.98个百分点；其他投资占比40.19%，上升4.17个百分点，其中长期股权投资占24.63%，其余为非标类投资。总体看，近年来银行存款及债券投资规模较大，收益相对稳定，仍是保险资金运用最重要资产配置选项，非标类投资总额和占比持续快速上升，股票和证券投资基金保持平稳增长态势（见图1）。由于保险资金运用金额大、占比高，保险公司利润水平受投资收益水平影响大。2016年，由于低利率，资本市场波动等因素，保险资金投资收益率下降明显；2017年以来，随着保险公司资金运用效率提高，投资收益有所改善，2017年资金运用收益率5.77%，同比上升0.11个百分点。随着利率上行，未来保险公司准备金补提压力逐渐下降，投资收益改善和准备金计提压力的减轻，将促进险企利润不断提升。

图1 保险公司投资资产结构图



数据来源：保监会网站，联合资信整理

(3) 偿付能力

2015年2月，保监会发布了中国风险导向的偿付能力体系(简称“偿二代”)17项监管规则，以及《关于中国风险导向的偿付能力体系过渡期有关事项的通知》。2016年“偿二代”正式实施，行业整体偿付能力充足水平稳定，但呈下降趋势。部分寿险公司偿付能力正在逼近监管红线(核心偿付能力充足率低于50%，

综合偿付能力充足率低于100%)，而中法人寿及新光海航人寿两家寿险公司核心和综合偿付能力充足率均为负。2017年第四季度，人身险公司平均综合偿付能力充足率为245%。总体看，业务的发展及资本市场的变化将会增加寿险行业的风险管控的难度，从而使得偿付能力的提升承压。

近年来，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带来不利影响，资本补充需求较大。保险公司资本补充力度逐年加大，主要通过股东增资、发行资本补充债券等方式补充资本。2017年，监管机构在从严从重加强保险资金运用监管背景下，资本补充债发行申请通过数量较上年同期显著下降，全年人身险行业审批通过发行不超过35亿元。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，2017年人身险公司累计补充注册资本金211.90亿元。总体看，虽然保险行业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，另外，保监会也不断健全多样的资本补充工具，资本补充渠道将进一步丰富。

3. 行业监管与政策支持

在保险行业快速发展的同时，为保证中国保险行业长期健康发展，控制保险行业整体风险，2017年以来，保监会不断加强对保险公司股东监管等公司治理规范，并针对保险市场主体在偿付能力、产品开发、业务经营、资金运用等方面存在的乱象问题，相继发布一系列监管措施。

在整体政策方面，2017年，保监会发布了“1+4”系列文件，“1”是指《中国保监会关于进一步加强保险监管维护保险业稳定健康发展的通知》，反应保险监管工作的“强监管”总体思路。“4”是指四个落实文件，分别为《关于进一步加强保险业风险防控工作的通知》、《关于强化保险监管打击违法违规行为整治市场乱象的通知》、《关于弥补监管短板构建严密有效保险监管体系的通知》和《关于保险业支持实体经济发展的指导意见》。“1+4”系列文件明确了保险业应着力防范的风险类别及需要重点整治的市场乱象，包括整治虚假出资以解决资本不足问题；整治公司治理乱象以提升治理机制有效性；整治资金运用乱象以遏制违规投资、激进投资行为；整治产品不当创新以坚决清退问题产品；整治理赔难以提高

理赔服务质量和效率；整治违规套取费用以规范市场经营行为；整治数据造假以摸清市场风险底数等。

人身险业务方面，2017年5月，保监会发布了《关于规范人身保险公司产品开发设计行为的通知》（下称“134号文”），指出自2017年10月1日起，快速返还型的两全保险及年金保险被明确限制销售，万能险与投资连结险也不能再以附加险的形式存在。134号文以鼓励开发产品类别和不得开产品类别两方面明确了人身险设计的具体细节；各项规定直指行业此前主销产品，使得行业绝大部分保险公司的许多产品都面临更替。此外，监管层先后下发了《关于进一步加强人身保险公司销售管理工作的通知》和《保险销售行为可回溯管理暂行办法》，从保险营销和保险销售两个环节对人身险销售进行了规范。

资金运用方面，保监会进一步规范险资运用，2017年6月，保监会发布了《关于进一步加强保险公司关联交易管理有关事项的通知》，主要针对近年各行业资本争相进入保险业，低成本的保险资金通过层层嵌套的金融手段流动于关联方，为此保监会提出“穿透式”认定关联交易行为，有利清晰保险业资产质量和管控风险。此外，保监会下发《关于开展保险资金运用风险排查专项整治工作的通知》，重点对权益投资、另类投资以及金融产品、不动产和境外投资领域，实施穿透式检查，严格控制增量风险。保监会不断加强保险资金运用监管，治理非理性举牌、境外收购等乱象，控制保险资金进入房地产领域，严禁保险资金直接和间接投资商业住宅，规范保险机构内保外贷业务，取消通道业务等，使得保险资金激进投资得到有效遏制。

公司治理方面，因认定“公司治理出了问题”是保险业主要乱象的根源所在，强化公司治理监管就成为了2017年及2018年以来的一大监管重点。2017年，保监会下发《保险公司股权管理办法（征求意见稿）》，并于2018年正式发布，旨在通过降低大股东持股比例上限至三分之一，

防止险企成为大股东提款机。此外，保监会还完善了险企公司章程、信息披露、关联交易等方面的监管制度，并出台质询制度，全面强化公司治理监管。

偿付能力制度建设方面，2017年9月，保监会发布《偿二代二期工程建设方案》，正式启动偿二代二期工程。偿二代二期工程计划用三年左右的时间，围绕服务实体经济、防控金融风险、深化金融改革三项任务，结合金融工作新要求、保险监管新问题、科技发展新趋势，进一步改进和完善偿二代监管体系，并重点解决险企资本不实、非理性举牌等问题。

此外，在风险治理方面，2017年，保监会已经公开披露37份监管函，同比增加125%。涉及公司治理、产品、电销不合规、超业务范围经营、偿付能力不达标、资产类别调整、车险业务违规、投资管理等各个方面。公司治理方面的监管函最多，包括股权代持、内控管理、合规经营等各个方面。

2018年以来，监管机构进一步加强对金融业的协同监管体系建设，2018年3月，根据国务院发布的机构改革方案，银监会和保监会合并，组建中国银行保险监督管理委员会，作为国务院直属事业单位，对银行业和保险业进行统一监管。自此，我国金融监管的新框架正式落地，由此前的“一行三会”升级为“一委一行两会”。银监会与保监会的合并为我国金融业尤其是银行和保险行业统一监管标准、减少沟通成本、防止监管套利等奠定了基础；有助于强化银行和保险行业的综合监管，同时优化监管资源配置，推动银行保险业稳健发展。

总体看，国内保险监管越来越强调保险产品的保障功能，险资运用监管趋严，信息披露更加充分，控风险成为主要基调。逐步健全的监管体系、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。

四、公司治理与内部控制

幸福人寿系中国信达的控股子公司。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，是经国务院批准由财政部成立的首家金融资产管理公司。2010年6月，原中国信达资产管理公司整体改制为中国信达资产管理股份有限公司；2013年12月，中国信达在香港联交所挂牌上市，成为首家在海外上市的中国金融资产管理公司。中国信达主营业务为不良资产经营、投资及资产管理和金融服务。截至2017年末，中国信达注册资本381.65亿元，总资产13869.38亿元，股东权益1682.65亿元，净利润187.58亿元，控股股东财政部持股比例为64.45%，在中国内地和香港设有8家从事资产管理和金融服务业务的全资或控股一级子公司。

幸福人寿按照《公司法》、《保险法》和《公司章程》等法律法规的要求，建立起了由股东大会、董事会、监事会和高级管理层构成的“三会一层”公司治理架构，并逐步完善制度体系，各主体能够实现独立运作、有效制衡。

幸福人寿董事会由10名董事构成，其中执行董事2名、非执行董事8名（包含独立董事3名）。董事会下设战略规划与执行委员会、提名薪酬委员会、审计委员会、投资决策委员会和风险管理委员会。监事会由8名监事构成，其中职工监事3名，股东监事5名。高级管理层由8名成员组成，其中总裁1名（现由董事长临时负责）、副总裁及总精算师1名、总裁助理2名、董事会秘书1名、合规负责人1名、审计责任人1名、财务负责人1名。幸福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，有助于提高公司专业化的营运水平。

幸福人寿不断完善公司治理架构，实施法人集中管理，同时通过法人授权进一步明确分公司业务经营权限；制定明确的内部控制政策和目标，通过优化组织结构、优化人力资源管理等手段

段，建立内部控制从高层做起、内部控制人人有责的理念；加强内部控制文化建设，通过多层次的内控培训宣传增强全体员工内控意识；加强内控缺陷监督检查和整改力度，通过内控缺陷整改强化内部控制体系。2017年，幸福人寿通过制定《风险控制矩阵》、《反保险欺诈管理办法》等多项内部控制制度，不断完善内部控制制度体系建设。

幸福人寿审计部负责拟定公司内部审计制度、执行内部稽核审计及进行内部控制评价等工作。2017年，幸福人寿审计部通过现场审计和非现场审计相结合的方式，对公司内部控制、财务收支状况、人身保险业务、中介业务、资金运用和关联交易等多方面内容进行了审计，并对发现的问题下达整改通知，督促相关部门进行整改。

总体看，幸福人寿建立了较为健全的公司治理架构，内部控制体系不断完善，合规经营意识较强。

五、业务经营分析

1. 保险业务

2017年，幸福人寿原保险保费收入规模保持稳步增长，市场份额有所上升，市场排名保持稳定。根据中国保险行业协会统计数据，2017年，幸福人寿保险业务收入市场占有率0.71%，在85家寿险公司中位居第26位（见附录3：表1）。

幸福人寿保险业务产品种类包括普通寿险、分红险、健康保险、意外伤害保险和万能险。2017年，得益于趸缴保险业务收入的大幅增长，幸福人寿传统寿险业务收入保持较好增长态势。2017年，幸福人寿实现保险业务收入184.75亿元，较上年增长35.52%，其中传统寿险业务收入155.89亿元，占保险业务收入的84.38%，占比保持上升；分红寿险业务收入18.90亿元，占保险业务收入的10.23%，占比持续下降；其他寿险产品保费收入规模均较

小。从保费规模看，2017年幸福人寿保费规模增幅较大，趸交业务占比高导致标准保费规模处于较低水平（见附录3：表2）。

2017年，受未通过重大保险风险测试的保单规模以及万能险分拆后的投资账户金额下降影响，幸福人寿保户储金及投资款规模明显下降。截至2017年末，幸福人寿保户储金及投资款为199.61亿元，较上年下降26.59%。

幸福人寿主要通过分支机构及银行等渠道开拓保险业务。截至2017年末，幸福人寿在全国共设立22家二级分支机构，79家三级机构，153家四级机构。幸福人寿设立银行保险部，专门负责管理银行和非银行金融机构合作渠道，以及银保业务营销的开拓和维护。2017年，幸福人寿不断深化银保合作渠道，加大银保渠道开发力度，并不断完善银保产品体系。目前，幸福人寿合作银行包括工商银行、建设银行、农业银行、中国银行、招商银行、邮储银行等大型国有及股份制银行。从合作方式来看，除柜面销售外，幸福人寿还在部分银行开展了网银及手机银行渠道，银保渠道成为了主要的保险业务销售渠道，对保费收入的贡献度较高。

2017年，幸福人寿银保渠道对保费收入的贡献度保持稳定，银保渠道实现保费收入占全部保费收入的比例维持在85%以上；代理人渠道对保费收入的贡献度保持上升趋势。2017年，幸福人寿银保渠道实现保费收入占全部保费收入的比例为88.28%；代理人渠道占9.36%；其他销售渠道贡献度不高（见附录3：表3）。

近年来，得益于增资扩股对本金的补充，幸福人寿主动收缩再保险业务，再保险业务规模明显下降。故在不考虑再保险业务因素的条件下，2017年，幸福人寿赔付支出29.60亿元，其中满期给付为24.54亿元；再保前简单赔付率为16.02%。2017年，幸福人寿退保率为22.13%，呈上升趋势，主要是由于部分客户在获取中短期存续产品收益后选择退保影响所致（见附录3：表4）。

2. 投资业务

幸福人寿设投资管理中心，负责投资业务操作及资金运用的风险管控工作。幸福人寿不断发挥资产配置在投资管理流程中的纽带作用，加强计划性和指导性，贯彻公司整体战略，按照负债要求制定合理的配置策略，做好保险产品与资产的合理对接。幸福人寿根据各账户不同的风险收益特征，采取差异化配置策略，提升公司整体投资收益水平，改善公司整体财务状况。

幸福人寿建立了三道防线的投资业务风险管理体系，第一道防线由投资前台业务人员组成，第二道防线由投资中台风险管理室、信用评级处以及公司法律合规与风险管理部负责，第三道防线包括公司审计部对公司投资业务进行的内部审计，以及外部专业机构对公司投资业务的外部审计等。

2017年以来，随着保险业务的稳步发展以及增资扩股的有利影响，幸福人寿可运用的保险资金规模保持增长，带动投资资产规模明显上升。截至2017年末，幸福人寿投资资产余额710.51亿元，较上年末增长11.77%，占资产总额的97.53%。从会计科目看，幸福人寿投资资产主要由可供出售金融资产、持有至到期投资和应收款项类投资构成。截至2017年末，幸福人寿可供出售金融资产余额388.96亿元，占比54.74%；持有至到期投资余额50.46亿元，占比7.10%；应收款项类投资余额190.16亿元，占比26.76%（见附录3：表5）。

从投资资产标的来看，2017年幸福人寿投资品种主要为金融债、企业债、信托计划、保险资产管理计划以及股票、基金等权益工具。截至2017年末，幸福人寿持有债券合计120.40亿元，其中金融债占债券投资余额的47.84%，次级债占19.00%，企业债占32.24%；股票、基金、策略投资产品等权益类工具合计余额225.88亿元，其中基金及类基金资产管理产品占77.55%。2017年，幸福人寿加大信托计划

投资力度，带动应收款项类投资余额快速增长，2017年末应收款项类投资余额为190.16亿元，较上年末增长65.65%，占全部投资余额的26.64%，其中信托计划余额169.35亿元，另有部分保险资产管理计划以及少量贷款类合伙企业及股权计划。

幸福人寿投资收益以利息收入、买卖价差收入和股息分红收入为主。2017年，受市场波动影响，幸福人寿所投资的基金产品发生损失，对投资收益产生一定负面影响。2017年，幸福人寿实现投资收益50.50亿元；公允价值变动损失0.05亿元，其他综合收益当期变动为-7.20亿元，面临一定的市场风险。

3. 经营绩效

幸福人寿营业收入主要由已赚保费和投资收益等构成。2017年，得益于保险业务规模的稳步增长及投资类资产配置规模的上升，幸福人寿营业收入快速增长。2017年，幸福人寿实现营业收入235.73亿元，较上年增长25.26%。其中，已赚保费184.48亿元，占营业收入的78.26%；投资收益50.50亿元，占营业收入的21.42%。

幸福人寿营业支出包括退保金、提取保险责任准备金、保单红利支出、手续费及佣金支出和业务及管理费等。2017年，随着业务的不断发展，幸福人寿退保金规模有所上升，全年退保金支出78.36亿元，主要为寿险产品退保金。幸福人寿提取的保险责任准备金均来源于原保险合同，2017年共提取保险责任准备金84.33亿元，主要为提取的寿险责任准备金。幸福人寿通过提升费用精细化管理水平控制经营成本，2017年综合费用率为13.93%，呈逐年下降趋势；手续费及佣金率为6.55%（见附录3：表6）。

2017年，幸福人寿净利润规模较小，一方面是受退保金及提取保险责任准备金规模上升影响；另一方面，资产端投资收益的下降亦对净利润的实现带来一定负面影响。2017年，幸福人寿实现净利润0.49亿元，总资产收益率

0.07%，净资产收益率 0.92%，盈利水平有待提升。

六、风险管理分析

幸福人寿根据《保险公司偿付能力监管规则（1-17号）》及公司章程等相关规章制度，结合自身实际情况，制定了《全面风险管理规程》。幸福人寿建立了由董事会决策并负最终责任，风险管理委员会为董事会决策提供支持，管理层直接管理和执行，风险管理职能部门进行组织、各职能部门相互配合，审计委员会和审计部负责监督的风险管理体系，实现全体员工共同参与。幸福人寿还根据各业务流程和环节的风险管理要求，针对不同类别的风险制定了相应的风险管理策略。

1. 保险风险管理

幸福人寿面临的保险风险是指由于死亡率、疾病率、赔付率、退保率、继续率等精算假设的实际经验与预期发生偏离而造成损失的风险。幸福人寿从产品设计定价、精算、核保、理赔各环节把控保险风险，并通过再保险安排、责任准备金提取等措施管理保险风险。幸福人寿准备金评估、产品定价等精算工作严格执行保监会的相关规定，以保证各项工作的流程、方法合理有效。

幸福人寿制定了产品开发管理办法，对产品开发的组织架构、职责分工等进行了明确，同时对产品设计以及开发流程从需求确认、可行性研究、开发实施等阶段进行了规定；在产品上市后实施跟踪，进行各项经验分析，根据定价假设与实际结果存在的差异进行价格调整或实施停售；制定了战略资产配置计划，并且根据战略配置的长期投资收益率设定定价假设收益率；制定了匹配业务规划和费用规划的费用管理制度。幸福人寿以履行保险合同相关义务所需支出的合理估计金额为基础计量保险合同准备金，并按照法定责任准备金评估偿付能力充足率，实施偿付能力监管措施。

幸福人寿通过敏感性分析来衡量准备金计算过程中采用的重要假设对准备金计量的影响，包括折现率、死亡率、发病率、费用以及退保率等。近年来，幸福人寿计提的保险责任准备金呈上升态势，占保险业务收入的比重逐年上升（见附录3：表7）。2017年，幸福人寿计提保险责任准备金84.33亿元，占保险业务收入的45.65%。

2. 投资风险管理

幸福人寿建立以经营管理层、董事会和股东大会三级决策机构为主体的决策机制，董事会下设投资决策委员会，对投资事项行使决策权。幸福人寿根据自身的资产负债情况、业务发展情况制定投资指引，确定自营投资和委托投资保险资金比例。幸福人寿下设投资管理中心进行资金运作，不断提高投资业务的风险管理水平，保障投资管理业务经营目标的实现。

(1) 信用风险管理

信用风险是指公司的债务人到期未能支付本金或利息而引起经济损失的风险。幸福人寿从国内金融业的信用风险管理状况和公司自身情况出发，建立了基于公司内部评级基础上的标准化信用评估体系，通过信用风险评估和授信管理，有效控制投资过程中的信用风险。幸福人寿所有信用产品投资遵照相关信用管理基础制度执行，并不断加强对非传统投资信用评估工作及信用事件的专题研究。

从投资产品来看，幸福人寿固定收益类产品投资主要以政策性金融债、商业银行金融债、高信用等级企业债、债权投资计划及投资性存款为主。截至2017年末，幸福人寿投资性存款（包括银行定期存款、存出资本保证金）余额20.90亿元，占投资资产的2.93%，存款银行主要为信用等级AAA级的上市股份制银行；债务工具投资余额364.52亿元，占投资资产的51.07%，债券信用等级主要为AA及以上级别。近年来，在监管部门不断强调以风险管控为导向的影响下，幸福人寿持续加强信托计划及债权投资计划等创新业务投资的管控力度，将信托及资产管理计划产

品信用等级控制在AA级别以上，投资期限均为5年以内（含5年），并且持续加强投后管理工作。截至2017年末，幸福人寿信托计划投资余额169.35亿元，占投资资产的23.73%，规模与占比均有所上升；资产管理类产品（含项目资产支持计划）投资余额123.92亿元，占投资资产的17.36%。2017年，幸福人寿未针对上述资产计提减值准备。从交易对手来看，幸福人寿根据内部信用评级对交易对手进行授信管理，主要选择具有较高信用等级的交易对手。幸福人寿通过对交易对手信用级别限制、授信额度限制和采用“券款对付”结算方式等，控制规避固定收益类投资交易对手信用风险。

(2) 市场风险管理

幸福人寿面临的市场风险是指因利率、权益价格和其他市场价格相关因素的变动引起金融工具的价值变化，从而导致潜在损失的风险。幸福人寿采用以VaR方法为核心，结合敏感性分析、情景分析及压力测试等市场风险计量方法，对各类投资资产进行风险计量。

利率风险是指金融工具的公允价值或未来现金流量因利率变动而发生波动的风险。幸福人寿面临的利率风险主要包括定期存款和债权型投资资产。幸福人寿采用敏感性分析方法衡量利率变动对相关资产市值产生的影响。根据幸福人寿测算，2017年末，假设利率上升50个基点，利润总额增加0.59亿元，股东权益增加1.99亿元，幸福人寿面临的利率风险可控。

价格风险是指因投资价格的不稳定性而造成对当期损益的影响。幸福人寿面临市场价格风险主要为交易性金融资产和可供出售金融资产中的上市公司股票及证券投资基金。截至2017年末，幸福人寿权益工具投资及类基金资产管理产品投资余额264.69亿元，占投资资产的37.09%。根据幸福人寿测算，2017年末，假设市场价格上升10%，利润总额增加0.09亿元，股东权益增加18.76亿元。总体看，幸福人寿面临一定的价格风险。

汇率风险是指金融工具的公允价值或未

来现金流量因外汇汇率变动而发生波动的风险。截至2017年末，幸福人寿各项业务均以人民币计价结算，因此不涉及外汇风险。

3. 流动性风险管理

幸福人寿面临的流动性风险主要源自保险合同的退保及各种赔款。幸福人寿坚持按照资产负债匹配的原则进行资产配置，主要包括现金流匹配及久期匹配。其次，幸福人寿充分考虑资产的流动性，投资资产主要配置流动性较好的金融债、货币型基金等金融工具；建立了现金流预警机制，定期对未来现金流缺口提前预警，并做出提前安排。

从现金流情况来看，近年来，受收到保户储金及投资款规模下降、退保金和支付再保险业务现金规模上升的影响下，经营活动产生的现金净流入规模大幅下降，并于2017年转为净流出。2015-2017年，幸福人寿投资活动产生的现金流保持净流出状态，但受市场行情影响，净流出规模明显收缩。筹资活动现金流方面，2015与2017年，在增资扩股和债券发行的影响下，幸福人寿筹资活动产生的现金流量呈净流入状态；2016年，由于幸福人寿支付卖出回购金融资产规模较大，筹资活动产生的现金流呈净流出。总体看，幸福人寿现金流较充裕（见附录3：表8）。

七、偿付能力分析

幸福人寿提供了2017年偿付能力报告，安永华明会计师事务所对上述偿付能力报告进行审计，并出具了标准无保留的审计意见。

2017年，根据中国保监会《保险公司偿付能力监管规则（1-17号）》（保监发[2015]22号）口径计算，幸福人寿认可负债主要由保险合同准备金和保户储金及投资款组成，认可资产以投资资产为主。2017年，幸福人寿投资资产保持增长，带动认可资产规模持续增加；由于未到期责任准备金增幅大于保户储金及投资款降幅，认可负债呈上升趋势。截至2017年末，幸福人

寿认可负债余额 620.96 亿元，认可资产余额 728.06 亿元；认可资产负债率为 85.29%（见附录 3：表 9）。

2017 年，幸福人寿主要通过增资扩股和发行资本补充债券的方式补充资本。2017 年，幸福人寿以每股 1.55 元向原有股东发行 41.20 亿股股份，共募集资金 63.86 亿元，其中 41.20 亿元计入股本，22.66 亿元计入资本公积，注册资本增至 101.30 亿元。截至 2017 年末，幸福人寿实际资本合计 107.10 亿元，其中核心一级资本 77.01 亿元，附属一级资本 30.09 亿元；最低资本 76.32 亿元，核心偿付能力充足率与综合偿付能力充足率分别为 100.91% 和 140.34%，随着业务的持续发展，幸福人寿仍面临一定的资本补充压力，偿付能力有待提升。

八、担保分析

1. 担保条款

根据中国信达资产管理股份有限公司与幸福人寿签订的《担保协议》，中国信达资产管理股份有限公司为本次债券本息提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。

2. 担保人概况

中国信达资产管理股份有限公司（以下简称“中国信达”）前身中国信达资产管理公司成立于 1999 年 4 月，是经国务院批准的首家金融资产管理公司。2010 年 6 月，中国信达整体改制为中国信达资产管理股份有限公司；2012 年 4 月，中国信达引进全国社会保障基金理事会、UBS AG、中信资本控股有限公司和渣打银行四家战略投资者；2013 年 12 月，中国信达在香港联合交易所主板挂牌上市，成为首家登陆国际资本市场的中国金融资产管理公司。中国信达的主要股东及实际控制人是财政部，持股比例 64.45%。

截至 2017 年末，中国信达资产总额 13869.38 亿元，股东权益 1682.65 亿元。2017

年，中国信达实现营业收入 1215.45 亿元，净利润 187.58 亿元。

3. 担保人经营分析

不良资产经营是中国信达的核心业务，也是中国信达的主要收入和利润来源。截至 2017 年末，中国信达不良债权资产净额 3639.85 亿元，其中房地产业不良债权资产占比较高。2017 年，中国信达实现不良债权资产收入 265.70 亿元。截至 2017 年末，中国信达持有债转股资产账面价值 623.81 亿元，其中未上市股份 461.17 亿元，上市股份 162.64 亿元。2017 年，中国信达实现股权处置净收益 141.29 亿元，股利收入 2.03 亿元。2017 年，中国信达实现不良资产业务收入 452.69 亿元。

截至 2017 年末，中国信达自有资金投资余额为 1931.4 亿元，实现投资收益 170.6 亿元。中国信达自有资金投资主要为股权投资、基金投资、信托投资以及以资管计划和同业大额存单为主的其他投资，另有少量债券投资、理财产品投资和股权投资。截至 2017 年末，中国信达股权投资余额 400.75 亿元，占自有资金投资余额的比例为 20.75%；基金投资余额 1050.74 亿元，占比为 54.40%。中国信达自有资金投资主要来自中国信达本部进行的投资，2017 年，中国信达投资及资产管理业务实现营业收入 337.08 亿元，占收入总额的 28.08%。

目前，中国信达已建立了涵盖银行、证券、期货、信托、融资租赁、基金管理保险等诸多领域的协同化和综合化的金融服务平台，为客户提供综合金融服务，丰富不良资产的处置手段。2017 年，中国信达金融服务业务收入 428.42 亿元，占收入总额的 35.69%。

总体看，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，有助于业务的协同发展。

4. 担保人财务分析

中国信达 2017 年财务报表经安永华明会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具了标准无保留意见的审计报告。

2017 年，中国信达的资产规模保持稳步增长，资产结构较为稳定。截至 2017 年末，中国信达的资产总额为 13869.38 亿元，其中发放贷款及垫款 3121.18 亿元，占资产总额的 22.50%；投资资产 8075.82 亿元，占资产总额的 58.23%。

截至 2017 年末，中国信达股东权益为 1682.65 亿元，其中，归属母公司的所有者权益 1493.94 亿元，少数股东权益 188.70 亿元。

2017 年，中国信达负债规模保持稳步增长。截至 2017 年末，中国信达的负债总额为 12186.73 亿元，较上年末增长 18.72%。其中借款余额为 5803.52 亿元，占负债总额的 47.62%；应付债券余额为 2023.71 亿元，占负债总额的 16.61%。2017 年末，中国信达资产负债率为 87.87%。

2017 年，中国信达实现营业收入 1215.45 亿元，净利润 187.58 亿元。不良资产经营业务是中国信达的核心业务，2017 年，实现不良资产处置净收益收入 270.61 亿元，其中应收款项类不良债权资产收益 177.73 亿元。2017 年，公司实现投资收益 369.43 亿元，以可供出售金融资产的投资收益为主；利息收入为 206.41 亿元，手续费及佣金收入为 42.19 亿元；营业支出总额为 963.13 亿元，较上年增长 34.89%，主要是由于利息支出及资产减值损失计提规模增加所致。2017 年，中国信达利息支出 371.96 亿元，较上年增长 45.55%；资产减值损失为 114.05 亿元，较上年增长 136.92%，以可供出售金融资产和应收款项类投资减值损失为主。2017 年中国信达平均资产收益率为 1.46%，平均净资产收益率为 11.86%，盈利能力较强。

表 5 中国信达主要财务数据 单位：亿元/%

项目	2017 年	2016 年	2015 年
----	--------	--------	--------

资产总额	13869.38	11744.81	7139.75
负债总额	12186.73	10265.11	6030.81
股东权益	1682.65	1479.70	1108.94
营业收入合计	1215.45	923.15	790.84
营业利润	252.32	209.15	188.40
净利润	187.58	159.82	147.04
平均资产收益率	1.46	1.69	2.34
平均净资产收益率	11.86	12.35	13.82
资产负债率	87.87	87.40	83.99

数据来源：中国信达审计报告，联合资信整理。

总体看，作为国有控股的资产管理公司，中国信达在不良资产处置方面处于市场领先地位，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。

九、债券偿付能力分析

截至本报告出具日，幸福人寿已发行且尚在存续期的资本补充债券本金为 30.00 亿元，以 2017 年末的财务数据为基础进行简单计算，幸福人寿净利润、可快速变现资产及股东权益对资本补充债券本金的保障倍数见表 6。总体看，幸福人寿可快速变现资产和股东权益对已发行资本补充债券的保障程度良好。

表 6 幸福人寿债务保障情况 单位：亿元/倍

项目	2017 年末
资本补充债券本金	30.00
净利润/资本补充债券本金	0.02
可快速变现资产/资本补充债券本金	10.11
股东权益/资本补充债券本金	2.74

数据来源：幸福人寿审计报告，联合资信整理。

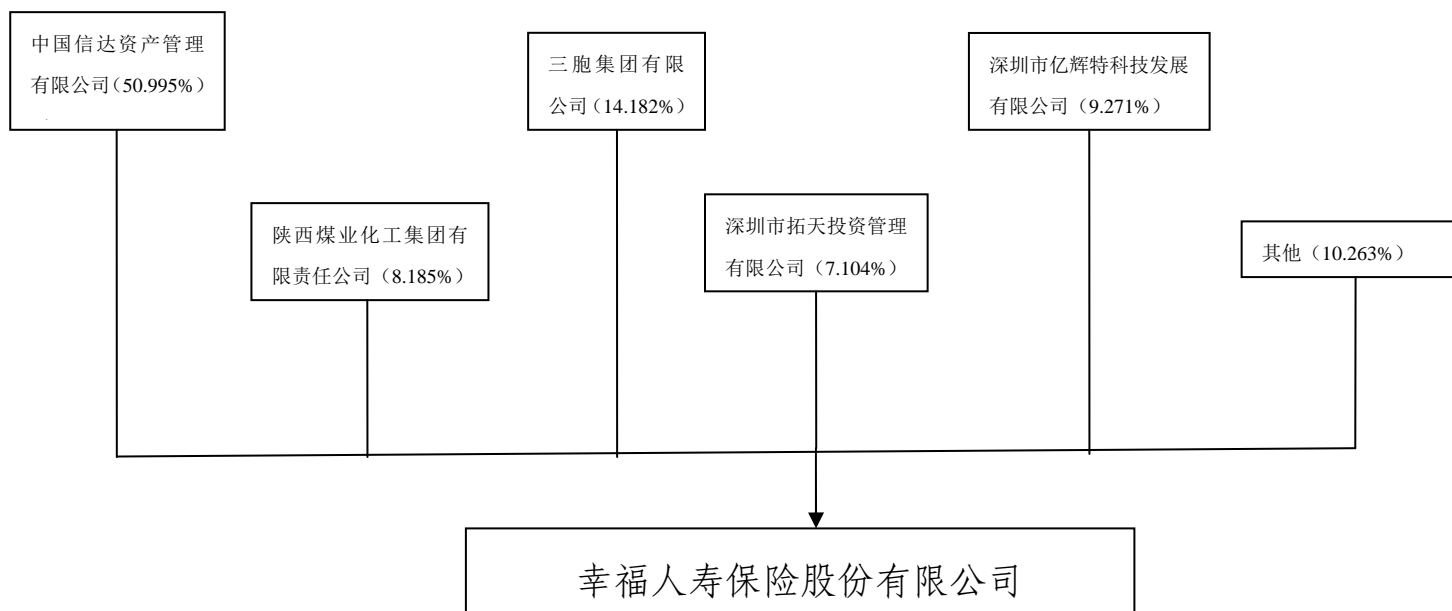
本次资本补充债券的担保人中国信达对本次资本补充债券的担保能力极强，联合资信评定本次资本补充债券信用等级为 AAA。

十、评级展望

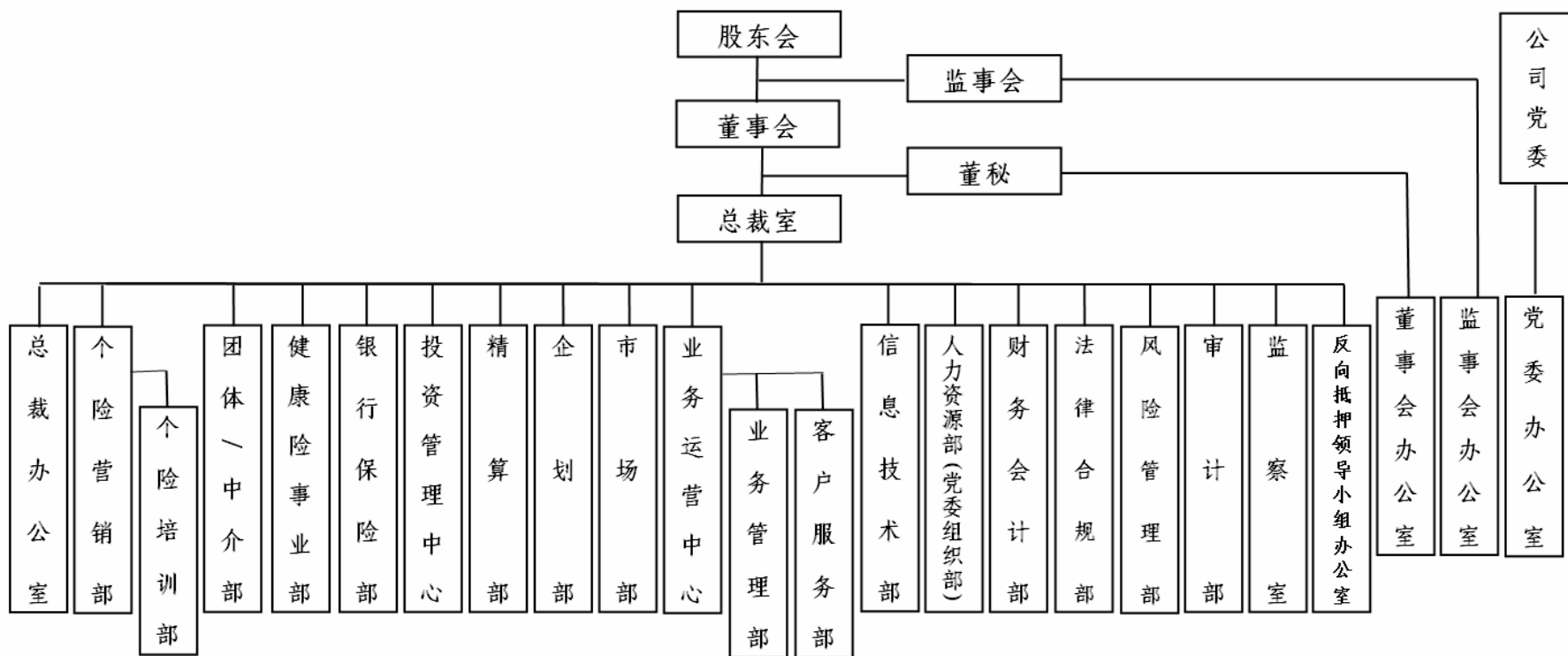
2017 年以来，幸福人寿持续加强公司治理机制和风险控制体系建设，为业务的发展提供了

良好的保障；建立了覆盖面较广的市场营销渠道，银保渠道较快发展；随着业务渠道逐步拓展，保费收入快速上升，投资收益逐步提升。控股股东中国信达系国内四大国有资产管理公司之一，旗下拥有 8 家从事资产管理和金融服务业务的全资或控股一级子公司，并通过整合旗下保险和投资资源，满足客户产品需求，为公司业务发展提供支持。同时，需关注到保险费率改革和市场竞争的加剧将会对寿险行业的盈利水平和风险管理产生一定压力。综上，联合资信认为，在未来一段时期内，幸福人寿保险股份有限公司信用水平将保持稳定。

附录 1 股权结构图



附录 2 组织架构图



附录 3 主要财务数据及指标

表 1 业务经营及市场排名

单位：亿元/%

项目	2017 年	2016 年	2015 年
原保险保费收入	184.75	136.33	107.48
市场份额	0.71	0.63	0.68
市场排名/市场家数	26/85	26/74	25/73

数据来源：中国保险行业协会，联合资信整理。

表 2 保险业务收入结构

单位：亿元

项目	2017 年	2016 年	2015 年
传统寿险	155.89	109.34	84.89
分红寿险	18.90	20.24	18.45
健康险	7.68	4.59	1.95
意外伤害险	2.13	2.02	2.07
万能险	0.14	0.14	0.13
合计	184.75	136.33	107.48
规模保费	192.68	257.14	270.02
标准保费	26.90	32.04	30.37

数据来源：幸福人寿审计报告，联合资信整理。

表 3 保险业务营销渠道结构

单位：亿元/%

项目	2017 年		2016 年		2015 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
银行代理	163.10	88.28	121.77	89.32	97.26	90.48
代理人	17.29	9.36	10.49	7.69	6.27	5.84
公司直销	2.10	1.14	1.97	1.45	1.86	1.73
保险中介	2.25	1.22	2.10	1.54	2.09	1.94
合计	184.75	100.00	136.33	100.00	107.48	100.00

数据来源：幸福人寿提供，联合资信整理。

注：四舍五入存在一定误差。

表 4 退保及赔付情况

单位：亿元/%

项目	2017 年	2016 年	2015 年
退保金	78.36	59.63	49.11
赔付支出	29.60	28.40	28.36
再保前简单赔付率	16.02	20.83	26.38
退保率	22.13	17.19	14.59

数据来源：幸福人寿审计报告，联合资信整理。

表5 投资资产

单位: 亿元/%

项目	2017年末	2016年末	2015年末
定期存款	0.64	19.37	28.45
买入返售金融资产	51.26	23.63	4.37
交易性金融资产	4.36	7.85	12.44
可供出售金融资产	388.96	403.28	302.12
持有至到期投资	50.46	54.95	59.44
应收款项类投资	190.16	114.79	128.78
长期股权投资	3.70	-	3.42
投资性房地产	0.71	0.55	0.26
存出资本保证金	20.26	11.26	11.26
合计	710.51	635.70	550.54
投资资产收益率	6.93	7.77	10.15

数据来源: 幸福人寿审计报告, 联合资信整理。

表6 收益情况

亿元/%

项目	2017年	2016年	2015年
营业收入	235.73	188.20	142.60
已赚保费	184.48	136.27	97.63
投资收益	50.50	51.66	47.65
营业支出	235.26	187.98	139.16
退保金	78.36	59.63	49.11
提取保险责任准备金	84.33	50.65	35.62
手续费及佣金支出	12.10	7.55	4.14
业务及管理费	13.56	14.59	14.26
净利润	0.49	0.18	3.35
综合费用率	13.93	16.40	20.73
手续费及佣金率	6.55	5.54	3.86
总资产收益率	0.07	0.03	0.68
净资产收益率	0.92	0.54	8.41

数据来源: 幸福人寿审计报告, 联合资信整理。

表7 保险责任准备金计提情况

单位: 亿元/%

项目	2017年	2016年	2015年
年末保险合同准备金余额	395.66	311.86	262.09
当年提取保险责任准备金	84.33	50.65	35.62
提取的保险责任准备金/保险业务收入	45.65	37.15	33.14

数据来源: 幸福人寿审计报告, 联合资信整理。

注: 1. 保险合同准备金包括未到期责任准备金、未决赔偿准备金、寿险责任准备金及长期健康险责任准备金;

2. 当年提取保险责任准备金=提取保险责任准备金+提取未到期责任准备金-摊回保险责任准备金。

表 8 现金流情况

单位：亿元

项目	2017年	2016年	2015年
经营活动产生的现金流量净额	-42.48	79.93	135.75
投资活动产生的现金流量净额	-1.54	-44.16	-177.40
筹资活动产生的现金流量净额	52.29	-28.50	39.27
现金及现金等价物净增加额	8.27	7.28	-2.38
期末现金及现金等价物余额	53.74	45.48	38.20

数据来源：幸福人寿审计报告，联合资信整理。

表 9 偿付能力情况

单位：亿元/%

项目	2017年末	2016年末
认可资产	728.06	669.75
认可负债	620.96	602.49
实际资本	107.10	67.26
其中：核心一级资本	77.01	37.29
附属一级资本	30.09	29.97
最低资本	76.32	56.24
认可资产负债率	85.29	89.96
资产认可率	99.93	99.91
核心偿付能力充足率	100.91	66.31
综合偿付能力充足率	140.34	119.60

数据来源：幸福人寿偿付能力报告，联合资信整理。

注：数据口径为《保险公司偿付能力监管规则（1-17号）》（保监发[2015]22号）。

附录 4 人寿保险公司主要财务指标计算公式

投资类资产	交易性金融资产+衍生金融资产+买入返售金融资产+定期存款+可供出售金融资产+持有至到期投资+贷款及应收款项类投资+长期股权投资+投资性房地产+拆出资金+存出资本保证金
可快速变现资产	货币资金+交易性金融资产+买入返售金融资产+可供出售金融资产(扣除股权投资和资产管理产品)+定期存款
n 年年均复合增长率	$(\sqrt[n]{\text{期末余额} / \text{期初余额}} - 1) \times 100\%$
手续费及佣金率	手续费及佣金支出/保险业务收入 $\times 100\%$
综合费用率	(分保费用+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 $\times 100\%$
投资资产收益率	(投资收益+公允价值变动损益-投资类资产的资产减值损失) / 投资类资产平均资金占用 $\times 100\%$
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 $\times 100\%$
资产认可率	资产净认可价值/资产账面价值 $\times 100\%$
偿付能力充足率	实际资本/最低资本 $\times 100\%$
再保前简单赔付率	赔付支出/保险业务收入 $\times 100\%$
退保率	退保金 / (上期末长期责任准备金+本期长期险保费收入) $\times 100\%$
总资产收益率	净利润 / [(期初资产总额+期末资产总额)/2] $\times 100\%$
净资产收益率	净利润 / [(期初净资产总额+期末净资产总额)/2] $\times 100\%$
股东权益/资产总额	股东权益/资产总额 $\times 100\%$

注：银行存款包括定期存款和存出资本保证金。

附录 5-1 保险公司主体长期信用等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 5-2 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 5-3 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