

信用评级公告

联合〔2021〕6209号

联合资信评估股份有限公司通过对国华人寿保险股份有限公司主体及相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持国华人寿保险股份有限公司主体长期信用等级为 AA⁺，“20 国华人寿 01”及“21 国华人寿 01”的信用等级为 AA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

二〇二一年七月十三日

国华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 |
|--------------|------|------|------|------|
| 国华人寿保险股份有限公司 | AA+ | 稳定 | AA+ | 稳定 |
| 20 国华人寿 01 | AA | 稳定 | AA | 稳定 |
| 21 国华人寿 01 | AA | 稳定 | AA | 稳定 |

跟踪评级债券概况：

| 债券简称 | 发行规模 | 期限 | 到期兑付日 |
|------------|-------|-------|------------|
| 20 国华人寿 01 | 30 亿元 | 5+5 年 | 2030-12-17 |
| 21 国华人寿 01 | 30 亿元 | 5+5 年 | 2031-07-08 |

评级时间：2021 年 7 月 13 日

主要数据

| 项目 | 2018 年末 | 2019 年末 | 2020 年末 |
|--------------|---------|---------|---------|
| 资产总额(亿元) | 1707.79 | 1974.76 | 2327.72 |
| 负债总额(亿元) | 1567.27 | 1707.27 | 2053.51 |
| 保险合同准备金(亿元) | 851.93 | 1136.91 | 1470.76 |
| 股东权益(亿元) | 140.52 | 267.49 | 274.20 |
| 注册资本(亿元) | 38.00 | 48.46 | 48.46 |
| 核心偿付能力充足率(%) | 118.24 | 131.43 | 161.22 |
| 综合偿付能力充足率(%) | 128.20 | 139.02 | 186.34 |

| 项目 | 2018 年 | 2019 年 | 2020 年 |
|------------|--------|--------|--------|
| 营业收入(亿元) | 300.76 | 489.78 | 411.80 |
| 已赚保费(亿元) | 199.04 | 375.76 | 288.96 |
| 投资收益(亿元) | 84.90 | 97.53 | 94.98 |
| 净利润(亿元) | 20.55 | 22.16 | 11.10 |
| 投资收益率(%) | 6.89 | 6.42 | 5.36 |
| 综合退保率(%) | 22.59 | 9.53 | 8.59 |
| 综合费用率(%) | 13.66 | 14.88 | 2.61 |
| 手续费及佣金率(%) | 3.41 | 9.40 | 7.27 |
| 总资产收益率(%) | 1.38 | 1.20 | 0.52 |
| 净资产收益率(%) | 14.21 | 10.86 | 4.10 |

注：总资产收益率和净资产收益率为合并口径
数据来源：国华人寿审计报告及提供资料，联合资信整理

分析师 孔宁 梁新新
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”）对国华人寿保险股份有限公司（以下简称“国华人寿”或“公司”）的评级反映了其2020年以来，公司治理机制和风险管理体系不断完善、业务渠道较通畅、多元化投资配置和投资收益水平较好等有利因素。同时，联合资信也关注到，国华人寿保险业务对银邮渠道依赖度较高、投资资产中权益类资产及不动产规模较大、国内寿险行业竞争环境日益激烈等因素对其经营发展及信用水平可能带来的不利影响。

未来，国华人寿将持续推动业务价值转型，逐步加大长期储蓄和风险保障类产品业务规模，同时稳步推进资产负债匹配，提升经营能力。另一方面，受新冠疫情及业务转型的影响，2020年国华人寿原保险保费收入有所收缩，需持续关注国华人寿未来价值转型工作开展情况；同时，当前资本市场波动加剧，以及市场竞争的加剧等因素将会对寿险行业的盈利水平和风险管理产生一定压力。

综上所述，联合资信评估股份有限公司确定维持国华人寿保险股份有限公司主体长期信用等级为AA+，“20 国华人寿 01”和“21 国华人寿 01”信用等级为AA，评级展望为稳定。该评级结论反映了国华人寿保险股份有限公司已发行资本补充债券的违约风险很低。

优势

1. 国华人寿股东增资并引入国有背景股东，资本实力持续提升。国华人寿股东持续增资并引入国有背景股东，资本实力不断提升，治理机制与风险管理体系运行良好。
2. 国华人寿期缴业务占比持续提升，保险业务结构调整成效明显。国华人寿持续优化产品缴费结构，期缴业务保费收入占比提升，业务结构调整成效明显。

3. **保险行业市场潜力大。**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

1. **国华人寿保险收入结构有待进一步优化。**国华人寿保险业务收入来源较为单一，险种收入集中度相对较高，业务结构及产品类型有待进一步优化。
2. **需关注国华人寿权益类资产、不动产类资产及其他金融资产投资所面临的相关风险。**国华人寿权益类资产、不动产类资产及其他金融资产投资规模较大，需持续关注市场风险、交易对手信用风险及整体资产的流动性风险。
3. **需关注国华人寿未来盈利水平变化情况。**近年来国华人寿业务结构调整力度较大，叠加新冠疫情影响，其盈利水平下降较为明显，需关注业务的持续性发展情况以及对公司整体盈利水平带来的影响。
4. **需关注国华人寿未来股权结构变化情况。**国华人寿控股股东天茂集团 2019 年拟通过向其他全部股东发行股份、可转换债券以及支付现金的形式吸收合并国华人寿，但上述计划于 2020 年终止；截至目前，天茂集团持有国华人寿的股权比例为 51.00%，需关注未来股权结构变化情况。
5. **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，有一定的劣后受偿风险，国华人寿在无法按时支付利息或偿还本金时，债券持有人无权向法院申请对国华人寿实施破产清偿。

声 明

一、本报告引用的资料主要由国华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。

国华人寿保险股份有限公司

2021年跟踪评级报告

一、主体概况

国华人寿保险股份有限公司（以下简称“国华人寿”）成立于2007年11月，是经原中国保险监督管理委员会批准，天茂实业集团股份有限公司（以下简称“天茂集团”）、上海汉晟信投资有限公司（现更名为宁波汉晟信投资有限公司）、上海日兴康生物工程有限公司、上海合邦投资有限公司、海南博伦科技有限公司（现更名为宁波博永伦科技有限公司）、海南凯益实业有限公司（现更名为宁波凯益合贸易有限公司）6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3.00亿元。2019年4月，国华人寿通过增资扩股引入湖北省宏泰国有资本投资运营集团有限公司（以下简称“宏泰集团”）、武汉地产开发投资集团有限公司（现更名为武汉城市建设集团有限公司）、武汉市江岸国有资产经营管理有限责任公司3家国有股东，同时原控股股东天茂集团进一步增资，共募集资金95.00亿元，其中增加股本10.4625亿元，其余计入资本公积，均为货币出资，目前已完成验资工作。截至2020年末，国华人寿注册资本增至48.4625亿元，第一大股东为天茂实业集团股份有限公司，实际控制人为刘益谦，国华人寿股东持股情况见表1。

表1 2020年末国华人寿股东持股情况 单位：%

| 序号 | 股东名称 | 持股比例 |
|----|---------------------|---------|
| 1 | 天茂实业集团股份有限公司 | 51.0000 |
| 2 | 宁波凯益合贸易有限公司 | 15.0478 |
| 3 | 宁波博永伦科技有限公司 | 13.9083 |
| 4 | 宁波汉晟信投资有限公司 | 9.4653 |
| 5 | 湖北省宏泰国有资本投资运营集团有限公司 | 9.2150 |
| 6 | 武汉城市建设集团有限公司 | 1.1363 |
| 7 | 武汉市江岸国有资产经营管理有限责任公司 | 0.2273 |

合计

100.0000

数据来源：国华人寿提供，联合资信整理

截至2020年末，国华人寿共设立18家二级机构（省级分公司），90家三级机构（中心支公司），56家四级机构（45家支公司、10家营销服务部、1家营业部）。截至2020年末，国华人寿控股子公司包括：荆门市城华置业有限公司、宁波华凯置业有限公司、华瑞保险销售有限公司、重庆平华置业有限公司、武汉平华置业有限公司、上海国华商业管理有限公司、海南国华康养有限公司等22家公司。

国华人寿注册地址：武汉市江岸区中山大道1627号中信泰富大厦12楼1210-1211室。

国华人寿法定代表人：刘益谦。

二、已发行债券概况

截至本报告出具日，国华人寿存续期内且经联合资信评级的债券为2020年12月发行的2020年第一期资本补充债券（30亿元）和2021年7月发行的2021年第一期资本补充债券（30亿元），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 |
|----------|------|-------|------|------|
| 20国华人寿01 | 30亿元 | 5.50% | 5+5年 | 年付 |
| 21国华人寿01 | 30亿元 | 5.50% | 5+5年 | 年付 |

数据来源：中国货币网，联合资信整理

三、经营环境分析

1. 宏观经济与政策环境分析

（1）宏观经济环境

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%，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%，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性疫情爆发拖累了服务业的修复进程。

表3 中国主要经济数据

| 项目 | 2016年 | 2017年 | 2018年 | 2019年 | 2020年 | 2021年一季度 |
|------------------|-------|-------|-------|-------|--------|-------------|
| GDP（万亿元） | 74.64 | 83.20 | 91.93 | 98.65 | 101.60 | 24.93 |
| GDP 增速（%） | 6.85 | 6.95 | 6.75 | 6.00 | 2.30 | 18.30（5.00） |
| 规模以上工业增加值增速（%） | 6.00 | 6.60 | 6.20 | 5.70 | 2.80 | 24.50（6.80） |
| 固定资产投资增速（%） | 8.10 | 7.20 | 5.90 | 5.40 | 2.90 | 25.60（2.90） |
| 社会消费品零售总额增速（%） | 10.40 | 10.20 | 8.98 | 8.00 | -3.90 | 33.90（4.20） |
| 出口增速（%） | -1.90 | 10.80 | 7.10 | 5.00 | 4.00 | 38.70 |
| 进口增速（%） | 0.60 | 18.70 | 12.90 | 1.70 | -0.70 | 19.30 |
| CPI 增幅（%） | 2.00 | 1.60 | 2.10 | 2.90 | 2.50 | 0.00 |
| PPI 增幅（%） | -1.40 | 6.30 | 3.50 | -0.30 | -1.80 | 2.10 |
| 城镇登记失业率（%） | 4.02 | 3.90 | 4.90 | 5.20 | 5.20 | 5.30 |
| 城镇居民人均可支配收入增速（%） | 5.60 | 6.50 | 5.60 | 5.00 | 1.20 | 13.70（4.50） |
| 公共财政收入增速（%） | 4.50 | 7.40 | 6.20 | 3.80 | -3.90 | 24.20 |
| 公共财政支出增速（%） | 6.40 | 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、城镇居民人均可支配收入增速为实际增长率，规模以上工业增加值增速、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，2016-2017 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；5. 2021 年一季度括号内为两年平均增速
数据来源：联合资信根据国家统计局和 Wind 数据整理

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。

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。

2. 人身险行业发展概况

(1) 业务概况

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，同时居民对自身现金流预期

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4）。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 |

注：因四舍五入效应致使合计数据存在一定误差

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 and 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。

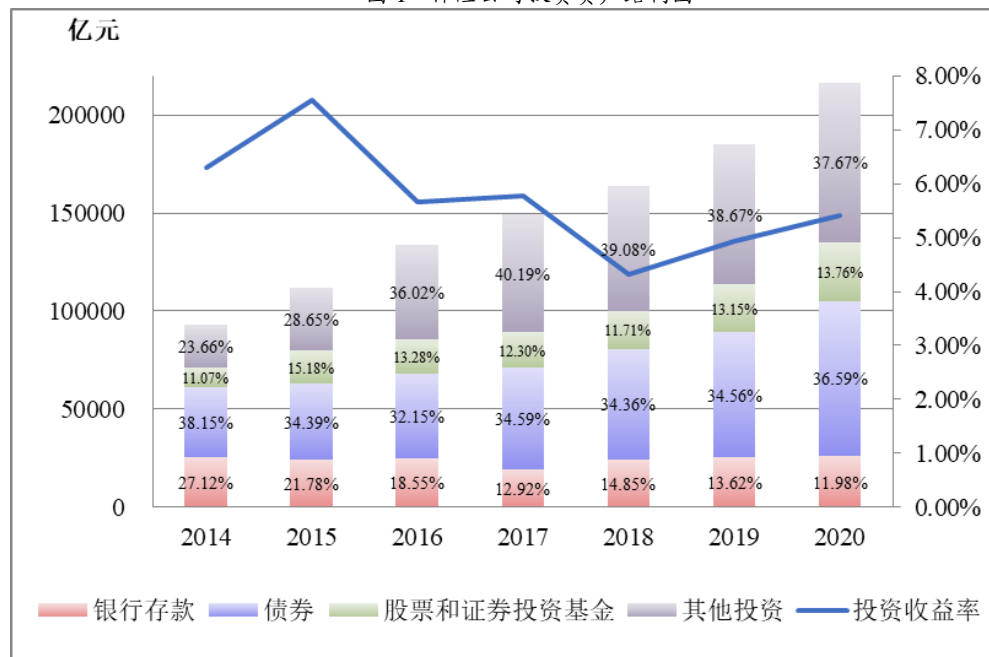
投资收益方面，2020 年以来，新冠肺炎疫情短期内加剧了非标资产供给不足的问题，同时随着信用风险暴露的逐步加剧，保险公司亦加大了对非标项目的风险排查力度，非标资产配置比例进一步下降；另一方面，随着 2020 年 4 月疫情逐步控制后货币政策的收紧，利率水平重回上升通道，叠加 2020 年地方政府专项

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的增长，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金 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。

3. 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到的合同条款、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

国华人寿建立了适合自身发展需求的公司治理结构，股东大会、董事会、监事会及高级管理层运作规范；2020年以来，国华人寿持续加强内部控制体系建设；但随着展业范围的拓展，内部控制的精细化程度有待进一步提升。但另一方面，截至目前天茂集团的持股比例为51%，需关注未来国华人寿股权结构变动情况。

截至2020年末，国华人寿注册资本48.4625亿元。其中，国有股占10.5786%，民营法人股

占89.4214%。国华人寿第一大股东为天茂集团，持股比例51.0000%。

天茂集团前身是荆门市化工厂，创立于1983年，1993年改制设立湖北荆门化工医药（集团）股份有限公司，1995年更名为湖北中天股份有限公司，1996年公开发行股票并A股上市，2000年更名为湖北百科药业股份有限公司，2006年7月更名为天茂实业集团股份有限公司，实际控制人为刘益谦。截至2020年末，天茂集团资产总额2394.03亿元，所有者权益合计345.88亿元；2020年，天茂集团实现净利润11.18亿元。截至2020年末，母公司资产总额159.44亿元，所有者权益合计159.36亿元；2020年，母公司实现净利润0.58亿元。

此外，联合资信关注到2019年8月20日，天茂集团披露了《天茂实业集团股份有限公司关于筹划发行股份购买资产事项暨关联交易的停牌进展公告》，拟通过向控股子公司国华人寿的除天茂集团外其他全部股东发行股份、可转换债券以及支付现金的形式吸收合并国华人寿并募集配套资金。2020年5月26日，天茂集团发布《关于终止吸收合并国华人寿保险股份有限公司并募集配套资金暨关联交易的公告》，公告显示受到新型冠状病毒感染肺炎疫情的影响，天茂集团拟对标的资产加期审计至2019年12月31日，重组的评估基准日变更为2019年12月31日。此次重大资产重组历时较长，在此次重大资产重组期间，外部资本市场环境发生了较大变化，部分交易对方对此次重组的股份发行价格、标的公司估值等核心条款提出了新的意见，交易对方无法在原定计划时间内与天茂集团就此达成一致。经审慎讨论，此次重大资产重组在时间上存在不确定性，预计无法在原定计划时间内完成，故决定终止此次重大资产重组事项。2018年，原保监会修订发布《保险公司股权管理办法》，将单一股东持股比例上限由51%降为三分之一。目前，天茂集团对国华人寿的持股比例为51%，联合资信将持续关注天茂集团持股比例变动情况及国华人寿股权

结构变动情况。

截至 2020 年末，国华人寿第一大国有股东为宏泰集团，持股比例 9.2150%。宏泰集团为湖北省内省级国有资本运营主体，其实际控制人为湖北省国资委。

股权质押方面，截至 2020 年末，国华人寿股东中共有 3 户将其持有的国华人寿部分股权对外质押，质押股份合计为 2.95 亿股，占全部股份的 6.09%。其中，宁波博永伦科技有限公司对外质押 1.87 亿股，占其持有股权的 27.79%，占国华人寿总股本的 3.86%；其余两位股东对外质押比例均未超过其持有股权的 20%。

董事会是国华人寿的经营决策机构。2020 年，国华人寿董事会有两位发生变动，实际控制人未发生变化。截至本报告出具日，国华人寿董事会在任董事 7 名，另有一名拟任董事待银保监会资格确认。国华人寿董事会在任董事中执行董事 2 人、非执行董事 1 人、独立董事 4 名。国华人寿董事长刘益谦先生，并担任天茂集团董事长、新理益集团有限公司董事长，为国华人寿实际控制人。监事会是国华人寿的监督机构。国华人寿监事会由 5 名监事构成，其中监事长 1 名，职工监事 2 名，股东监事 2 名。高级管理层是国华人寿的决策执行机构。国华人寿高级管理层由 9 名成员组成，其中总经理 1 名，副总经理 4 名，总经理助理 1 名，总精算师 1 名，审计责任人 1 名，董事会秘书 1 名。国华人寿总经理付永进先生，现任国华人寿执行董事兼总经理，曾任天茂实业集团股份有限公司总经理。

国华人寿根据法律法规和相关监管规定开展关联交易。国华人寿关联交易主要为代销关联方长江证券（上海）资产管理有限公司的基金，以及向关联方出租房地产。2020 年，国华人寿代销长江证券（上海）资产管理有限公司基金规模 48.23 万元，占同类交易金额的 8.84%；向关联方出租房地产实现租赁收入 0.10 亿元。

五、业务经营分析

1. 经营概况

2020 年，受业务及产品结构调整以及新冠疫情的影响，国华人寿业务收入规模有所下降；但保险业务产品及期限结构呈逐步优化态势。2020 年，国华人寿坚持“稳规模、调结构、练内功、谋长远”的发展思路，稳定业务规模的同时，推进长期储蓄和风险保障型业务发展，从“拉长负债久期，优化缴费结构，降低负债成本，增加保障内容”等四个方面持续优化业务结构，逐步提升经营管理能力。2020 年，国华人寿加大产品结构调整力度，停售中短期产品，拉长业务久期，致使规模保费及原保费收入市场份额有所下降，市场排名有所下滑，当年规模保费和原保费收入在 91 家寿险公司中分别排名第 21 和 20 位。

2. 业务经营分析

2020 年，国华人寿业务收入有所减少，业务渠道较为多元化，银保渠道仍为业务收入的最主要来源。同时，国华人寿万能险收入规模逐步减少，占规模保费的比重有所下降；趸缴业务收入逐步下降，保险业务结构逐步优化。

(1) 保险业务

2020 年，受业务转型和新冠疫情影响，国华人寿原保险保费收入有所下降，原保险保费收入市场份额有所下滑。2020 年，在监管引导保险业务回归保障本源的背景下，国华人寿从“拉长负债久期，优化缴费结构，降低负债成本，增加保障内容”等四个方面持续优化业务结构，重点聚焦价值业务。受新冠疫情的影响，国华人寿银保及个人渠道业务拓展面临一定阻力，同时国华人寿持续调节产品结构，原保险保费收入较去年同期有所下滑。

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 | 345.25 | 375.80 | 325.40 | 8.85 | -13.41 |
| 原保险保费收入市场份额 | 1.31 | 1.27 | 1.03 | / | / |
| 规模保费 | 574.04 | 539.72 | 443.28 | -5.98 | -17.87 |

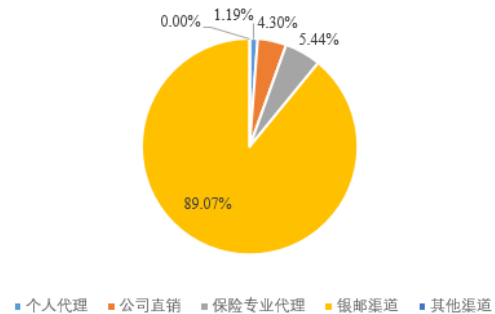
数据来源：中国银保监会官网、国华人寿提供资料，联合资信整理

国华人寿持续优化业务结构，以长期储蓄和风险保障型产品为重要发展方向，传统寿险和健康险业务为原保险保费收入和规模保费的主要来源；万能险收入占规模保费收入的比重有所下降，业务结构逐步优化。国华人寿业务产品种类主要包括传统寿险、健康险、投连险、分红险、意外险及万能险（见图表 6）。国华人寿传统寿险和健康险业务是原保险保费收入和规模保费的主要来源。2020 年以来，国华人寿大力发展长期储蓄型和风险保障型等价值类业务，传统寿险和健康险业务收入有所增加；同时适度控制万能险产品发售规模，万能险业务收入持续减少。投连险方面，受资本市场景气度有所回升等因素影响，国华人寿投连险业务收入明显增加。国华人寿分红险和意外险收入占比较低。

图表 6 保险业务收入结构 单位：亿元

| 项目 | 2018年 | 2019年 | 2020年 |
|--------------|---------------|---------------|---------------|
| 寿险 | 339.43 | 367.71 | 316.28 |
| 健康险 | 5.58 | 7.93 | 9.06 |
| 意外险 | 0.24 | 0.16 | 0.06 |
| 原保险保费 | 345.25 | 375.80 | 325.40 |
| 分红险 | 1.10 | 0.89 | 0.81 |
| 传统寿险 | 338.28 | 366.58 | 315.15 |
| 健康险 | 5.58 | 7.93 | 9.07 |
| 意外险 | 0.24 | 0.16 | 0.06 |
| 万能险 | 221.26 | 159.49 | 98.60 |
| 投连险 | 7.56 | 4.66 | 19.59 |
| 规模保费 | 574.04 | 539.72 | 443.28 |

2020年国华人寿规模保费收入构成情况



数据来源：国华人寿提供资料，联合资信整理

2020 年以来，国华人寿逐步调整业务结构，趸缴保费收入占比逐步下降，保费结构得到明显改善。2020 年以来，由于业务转型调整，国华人寿趸缴业务保费收入规模持续下降；期缴业务保费收入呈快速增长态势，期缴业务收入占规模保费总额的比重快速上升，保费结构逐步改善。

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 | 495.90 | 350.80 | 237.72 |
| 期缴业务首年保费收入 | 32.66 | 126.48 | 55.33 |
| 期缴业务续期保费收入 | 45.48 | 62.44 | 150.23 |
| 合计 | 574.04 | 539.72 | 443.28 |

数据来源：国华人寿审计报告及提供资料，联合资信整理

国华人寿主要依托各分支机构、银邮以及互联网平台开展业务，其中银邮渠道是保险业务收入的主要来源。国华人寿主要通过其各分支机构、银行各渠道以及互联网平台开展业务。近年来，经过多次业务转型，银邮渠道成为国华人寿重要业务渠道。国华人寿银行保险事业中心专门负责管理银行和非银行金融机构合作渠道，各分支机构协同开展银邮渠道的业务拓

展和维护工作。国华人寿根据银邮渠道客户需求，及时调整产品销售和开发策略。国华人寿深化银保合作渠道，和国有大行等多家商业银行及中国邮政保持良好的合作关系，产品能够较好满足银邮渠道客户需求，保障了业务的持续发展。2020年以来，随着国华人寿逐步调整业务结构，压降万能险业务规模，其中银邮渠道万能险规模较大，叠加新冠疫情的影响，银邮渠道保费收入持续下降。同时，国华人寿逐步加强保险专业代理渠道业务拓展，该渠道保

费收入持续增加。公司直销渠道方面，2020年在新冠疫情背景下，国华人寿线下保险业务拓展面临一定阻力，为此其加大线上直销业务拓展，推动直销渠道保费收入大幅提升。此外，国华人寿积极开展和蚂蚁保险、腾讯微保的合作，持续推进“全民保老年金”“健康福 少儿重疾险（返保费）”等定制化旗舰产品的迭代和推陈出新，持续提高渠道价值业务平台。其他兼业代理渠道贡献度相对较小（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 |
| 个人代理 | 6.61 | 6.94 | 5.27 | 1.15 | 1.29 | 1.19 |
| 公司直销 | 14.45 | 11.16 | 19.06 | 2.52 | 2.07 | 4.30 |
| 保险专业代理 | 8.82 | 11.64 | 24.10 | 1.54 | 2.16 | 5.44 |
| 银邮渠道 | 544.04 | 509.92 | 394.84 | 94.77 | 94.48 | 89.07 |
| 其他渠道 | 0.13 | 0.06 | 0.01 | 0.02 | 0.01 | 0.00 |
| 合计 | 574.04 | 539.72 | 443.28 | 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：国华人寿提供数据，联合资信整理

随着期缴保费规模的增长，国华人寿新业务价值和内含价值保持增长态势。国华人寿基于中国精算师协会颁布的《精算实践标准：人身保险内含价值评估标准》的相关规定计算内含价值和一年新业务价值，并制定了年度内含价值报告。按照风险贴现率 11% 的中心假设计算，国华人寿内含价值情况见表9。近年来，随着内含价值相对较高的期缴业务规模的持续增长，国华人寿新业务价值以及公司内含价值有所提升。

表9 内含价值情况 单位：亿元

| 项目 | 2018年 | 2019年 | 2020年 |
|--------|--------|--------|--------|
| 有效业务价值 | 60.70 | 47.77 | 56.12 |
| 公司内含价值 | 177.38 | 326.47 | 342.06 |
| 新业务价值 | 1.36 | 2.94 | 11.60 |

数据来源：国华人寿提供数据，联合资信整理

（2）投资业务

2020年，得益于可运用保险资金规模增

长，国华人寿投资资产规模有所上升；投资资产以债券、权益工具、资金信托计划和不动产投资等资产为主，投资收益率高于行业平均水平；但另一方面，在宏观经济下行和强监管的环境下，信托行业违约事件频发，且房地产行业政策变化易对不动产投资产生影响，国华人寿投资资产面临的相关风险值得关注。

国华人寿设立资产管理中心，负责投资业务操作及资金运用的风险管理工作。国华人寿保险资金主要投资于流动性资产、固定收益类资产、权益类资产、不动产类资产和其他金融产品等品种。国华人寿按照保险业务资金期限、投资收益要求和风险承受程度以及银保监会的投资管理指引制定各种投资资产的配置比例以及期限结构。2020年，得益于可用资金规模的持续增长，国华人寿加大了投资资产的配置力度，投资规模持续增

长。

从投资标的看，国华人寿投资品种由流动性资产、固定收益类资产、权益类资产、不动产类资产和其他金融资产组成。国华人寿配置了一定比例的活期存款、货币型基金等流动性工具（见表 10）。截至 2020 年末，国华人寿流动性资产投资余额 295.93 亿元，占投资资产总额的 14.44%。

国华人寿固定收益类资产以银行存款和债券为主，2020 年，随着央行采取多种货币政策保持市场流动性充裕，银行存款利率下降，国华人寿固定收益类资产中债券投资规模逐年增长。截至 2020 年末，国华人寿固定收益类资产余额 379.35 亿元，占投资资产总额的 18.50%。其中，银行存款余额 25.48 亿元；债券投资余额 326.08 亿元；此外，另有投资部分债券型基金，以及少量固收类资管产品。

从固定收益类资产的质量来看，国华人寿固定收益类资产投资涉及高信用等级企业债券、债券型基金等。目前国华人寿的银行存款所选合作银行主要为大型国有银行与股份制银行，交易对手违约风险较小。国华人寿投资债券外部评级均为 AA 级及以上，其中中国债和政策性银行金融债配置力度逐步加大，占比较高；信用债以城投债为主，区域主要集中在江浙地区。截至 2020 年末，国华人寿固定收益率投资资产未出现违约事件。

权益类资产方面，国华人寿以股票和股权投资基金为主。2020 年，国华人寿择机出售部分股票，同时部分股权投资基金通过 IPO 的形式实现退出，权益类资产规模有所下降。从具体投资策略上看，国华人寿权益投资前期以定增为主，聚焦经济结构转型方向和行

业龙头，通过择机择时的选择优质长期价值投资标的，行业投向主要为信息技术、先进制造等行业。截至 2020 年末，国华人寿权益类资产投资余额 462.06 亿元，占投资资产的 22.54%。其中股权投资基金投资余额 241.36 亿元，占投资资产的 11.77%；股票投资余额 192.40 亿元，占投资资产的 9.39%。值得关注的是，截至 2020 年末，国华人寿对海航科技直接持股比例为 14.33%，计入长期股权投资科目，投资余额 12.53 亿元。2020 年海航科技出现较大亏损，对国华人寿投资收益产生较大影响，需关注未来相关该笔投资的相关风险。

不动产投资方面，国华人寿以不动产投资基金和投资性房地产为主要配置方向。2020 年，国华人寿加大不动产类资产配置力度，不动产类资产规模持续上升，但占比较上年度末略有下降。截至 2020 年末，国华人寿不动产类资产余额 560.34 亿元，占投资资产总额的 27.33%。国华人寿投资的不动产项目主要为中心地带商业不动产、办公不动产以及与保险业务相关的养老、医疗等不动产项目，主要分布于上海、湖北、安徽、重庆等具有明显区位优势城市，地域较为分散，无集中性风险。

国华人寿其他金融资产以信托计划为主，其余资产占比较低。2020 年，国华人寿其他金融资产规模及占投资资产的比重均有所增加。截至 2020 年末，国华人寿其他金融资产余额 352.33 亿元，占投资资产总额的 17.19%。其中，信托计划投资余额 348.32 亿元，标的资产主要为具有地方政府背景企业开展基础设施建设产生的贷款或当地政府的应收账款债权。

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 | 182.51 | 139.71 | 295.93 | 13.09 | 7.72 | 14.44 |
| 固定收益类投资 | 185.49 | 364.31 | 379.35 | 13.31 | 20.14 | 18.50 |

| | | | | | | |
|---------------|----------------|----------------|----------------|---------------|---------------|---------------|
| 银行存款 | 18.78 | 28.69 | 25.48 | 1.35 | 1.59 | 1.24 |
| 债券投资 | 158.85 | 289.69 | 326.08 | 11.39 | 16.01 | 15.91 |
| 权益类投资 | 389.65 | 510.61 | 462.06 | 27.95 | 28.22 | 22.54 |
| 股票 | 189.9 | 225.18 | 192.40 | 13.62 | 12.45 | 9.39 |
| 股权投资基金 | 184.36 | 259.31 | 241.36 | 13.22 | 14.33 | 11.77 |
| 不动产类投资 | 350.63 | 512.79 | 560.34 | 25.15 | 28.34 | 27.33 |
| 其中：投资性房地产 | 154.98 | 112.01 | 119.14 | 11.12 | 6.19 | 5.81 |
| 不动产基金 | 173.01 | 374.58 | 428.50 | 12.41 | 20.70 | 20.90 |
| 其他金融资产 | 285.77 | 281.88 | 352.33 | 20.50 | 15.58 | 17.19 |
| 其中：信托计划 | 272.44 | 267.10 | 348.32 | 19.54 | 14.76 | 16.99 |
| 投资资产总额 | 1394.04 | 1809.30 | 2050.01 | 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：国华人寿提供数据，联合资信整理

六、财务分析

国华人寿提供了 2020 年财务报表及偿付能力报告，大信会计师事务所（特殊普通合伙）对上述财务报表及偿付能力报告进行了审计，并出具了标准无保留的审计意见。

1. 盈利能力

2020 年，受业务结构调整以及新冠肺炎疫情等因素的影响，国华人寿保险业务收入和已赚保费均有所下降；随着投资资产规模增加，总投资收益规模持续上升，但受资本市场波动影响，总投资收益率有所下降；净利润规模持续下降，盈利水平有待提升。2020 年，一方面受新冠疫情影响，国华人寿保险业务拓展面临

一定阻力；另一方面，国华人寿持续调整保险业务结构，压降趸缴业务规模，全年保险业务收入有所减少。国华人寿赔付支出主要为年金给付、死伤医疗给付、满期给付、分保赔付支出和赔款支出。2020 年，随着互联网渠道年金业务的持续发展和分保赔付支出的增加，国华人寿赔付支出逐年增加。保险责任准备金方面，2020 年国华人寿保险责任准备金有所增加，提取保险责任准备金 333.30 亿元。从成本管控方面来看，2020 年国华人寿摊回的分保费用明显增加，综合费用率大幅下降。手续费及佣金方面，2020 年以来由于业务结构优化成效明显，期缴业务规模和占比大幅提升，手续费及佣金率上升明显。

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 | 199.04 | 375.76 | 288.96 | 88.79 | -23.10 |
| 保险业务收入 | 345.25 | 376.96 | 327.68 | 9.18 | -13.07 |
| 减：分出保费 | 146.35 | 1.27 | 38.15 | -99.13 | 2899.04 |
| 净承保保费收入 | 198.90 | 375.69 | 289.53 | 88.88 | -22.93 |
| 减：提取未到期责任准备金 | -0.13 | -0.07 | 0.57 | -45.24 | -886.30 |
| 保险业务支出 | 11.29 | 500.19 | 349.80 | 4329.50 | -30.07 |
| 赔付支出 | 14.15 | 14.42 | 15.20 | 1.93 | 5.43 |
| 减：摊回赔付支出 | 0.42 | 0.75 | 0.63 | 78.62 | -16.63 |
| 手续费及佣金支出 | 11.79 | 35.43 | 23.82 | 200.61 | -32.77 |
| 业务及管理费 | 14.97 | 19.97 | 18.00 | 33.45 | -9.88 |
| 提取保险责任准备金 | 117.03 | 285.05 | 333.30 | 143.57 | 16.93 |
| 减：摊回保险责任准备金 | 146.66 | -145.57 | 5.64 | / | / |

| | | | | | |
|---------|-------|-------|------|---|---|
| 综合费用率 | 13.66 | 14.88 | 2.61 | / | / |
| 手续费及佣金率 | 3.41 | 9.40 | 7.27 | / | / |

数据来源：国华人寿审计报告及财务报表，联合资信整理

投资收益方面，国华人寿投资收益主要包括可供出售金融资产收益、归入贷款及应收款项的投资收益、持有至到期投资收益、长期股权投资、交易性金融资产以及存出资本保证金、定期存款等产生的利息收入等。2020年，由于对海航科技股份有限公司（以下简称“海航科技”）长期股权投资出现较大亏损，国华人寿当年投资收益有所减少。公允价值变动损益方面，2020年在资本市场景气度较高的背景下，国华人寿公允价值变动损益由负转正，且实现较大收益（见表12）。

表12 投资收益情况 单位：亿元、%

| 项目 | 2018年 | 2019年 | 2020年 |
|--------------|--------------|--------------|---------------|
| 投资收益 | 84.90 | 97.53 | 94.98 |
| 公允价值变动损益 | 4.80 | -0.01 | 10.75 |
| 减：投资资产减值准备 | 10.58 | 6.62 | 2.91 |
| 其他类投资收益 | 1.32 | 6.53 | 5.93 |
| 总投资收益 | 80.43 | 97.44 | 108.75 |
| 投资资产总额 | 1394.04 | 1809.30 | 2050.01 |
| 投资收益率 | 6.89 | 6.42 | 5.36 |

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；投资收益率数据为国华人寿提供
数据来源：国华人寿审计报告及提供资料，联合资信整理

2020年以来，由于保费规模收缩，加之保单品质改善，国华人寿退保金规模较之前年度明显下降（见表13）。

表13 退保情况 单位：%

| 项目 | 2018年末 | 2019年末 | 2020年末 |
|-------|--------|--------|--------|
| 综合退保率 | 22.59 | 9.53 | 8.59 |
| 退保金 | 228.52 | 72.10 | 21.14 |

数据来源：国华人寿提供资料，联合资信整理

2020年受疫情影响，国华人寿保费收入下降，加之投资收益减少，国华人寿净利润大幅下降。从盈利指标来看，国华人寿总资产收益率和净资产收益率均呈下降态势，盈利水平有待提升（见表14）。

表14 盈利情况 单位：亿元、%

| 项目 | 2018年 | 2019年 | 2020年 |
|--------|-------|-------|-------|
| 利润总额 | 22.55 | 27.58 | 14.39 |
| 净利润 | 20.55 | 22.16 | 11.10 |
| 总资产收益率 | 1.38 | 1.20 | 0.52 |
| 净资产收益率 | 14.21 | 10.86 | 4.10 |

数据来源：国华人寿审计报告及财务报表，联合资信整理

2. 流动性

国华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，公司推动价值转型，中长期产品的不断发展导致负债久期持续增长；在资产端，公司为降低错配期限而相应拉长投资资产久期。

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、交易性金融资产和可供出售金融资产（扣除可供出售权益工具）等。2020年，公司可快速变现资产规模快速增加，占资产总额的比重持续提升（见表15）。

从负债构成来看，准备金计提方面，2020年以来随着业务转型的深入推动，公司提取保险准备金及保险合同准备金余额持续增长，准备金赔付倍数持续提升。

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 | 325.48 | 442.43 | 600.86 |
| 可快速变现资产/资产总额 | 19.06 | 22.40 | 25.81 |
| 保险合同准备金 | 851.76 | 1136.81 | 1470.11 |
| 准备金赔付倍数 | 3.51 | 13.14 | 40.45 |
| 未来1年内的综合流动比率 | 184.82 | 479.07 | 295.38 |
| 流动性覆盖率（压力情景1） | 498.84 | 438.49 | 884.56 |
| 流动性覆盖率（压力情景2） | 288.36 | 319.33 | 730.27 |

数据来源：国华人寿审计报告及财务报告，联合资信整理

2020年，国华人寿中短存续期业务价值转型取得一定成效，退保率持续回落。2020年末，国华人寿短期流动性比率及流动性覆盖率等指标结果良好。根据国华人寿精算假设及2020年

第四季度流动性压力测试结果显示：在基本情境和压力情景下，国华人寿未来三年内净现金流预测均为正，整体现金流状况良好。截至2020年末，国华人寿1年内综合流动比率为295.38%，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；根据国华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

2020年，国华人寿通过发行资本补充债券的方式补充资本，偿付能力逐步提升。

在资本补充方面，2020年12月，国华人寿成功发行30.00亿元资本补充债券，资本实力进一步提升。之前年度，国华人寿可供出售金融资产大规模浮亏导致股东权益中其他综合收益科目呈现较大负值；2020年以来国华人寿可供出售金融资产浮盈导致其他综合收益科目负值有所减小。截至2020年末，国华人寿所有者权益合计274.20亿元，其中实收资本48.46亿元，资本公积127.57亿元，其他综合收益-15.83亿元。

认可负债方面，国华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以及卖出回购证券、应付分保账款构成。2020年，国华人寿保险合同准备金和保户储金规模有所上升，同时金融负债（含卖出回购债券、保户储金及投资款等）规模的上升，导致认可负债规模不断增加。认可资产方面，国华人寿认可资产主要包含投资资产及应收分保准备金。2020年国华人寿认可资产规模主要随着投资资产规模的增加而持续扩大。国华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。

2020年以来，由于公司产品期限结构逐步优化，且长期保障型产品业务发展对资本消耗较大，公司面临的保险风险最低资本规模持续增长，同时投资资产规模的扩大亦使得市场风险和信用风险最低资本规模有所增加，导致最低资本规模有所增加，截至2020年末，公司最低资本为202.58亿元。得益于增资扩股的实施、资本补充债券的发行和利润的持续积累，国华人寿的实际资本持续提升，并带动偿付能力充足性指标提升。

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 | 1707.79 | 1974.76 | 2327.72 |
| 负债总额 | 1567.27 | 1707.27 | 2053.51 |
| 注册资本 | 38.00 | 48.46 | 48.46 |
| 所有者权益 | 140.52 | 267.49 | 274.20 |
| 认可资产 | 1740.17 | 1969.06 | 2360.42 |
| 认可负债 | 1555.96 | 1690.57 | 1982.92 |
| 实际资本 | 184.21 | 278.50 | 377.50 |
| 其中：核心一级资本 | 169.89 | 263.30 | 326.61 |
| 最低资本 | 143.69 | 200.33 | 202.58 |
| 认可资产负债率 | 89.41 | 85.86 | 84.01 |
| 核心偿付能力充足率 | 118.24 | 131.43 | 161.22 |
| 综合偿付能力充足率 | 128.20 | 139.02 | 186.34 |
| 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：国华人寿偿付能力报告，联合资信整理

八、债券偿付能力分析

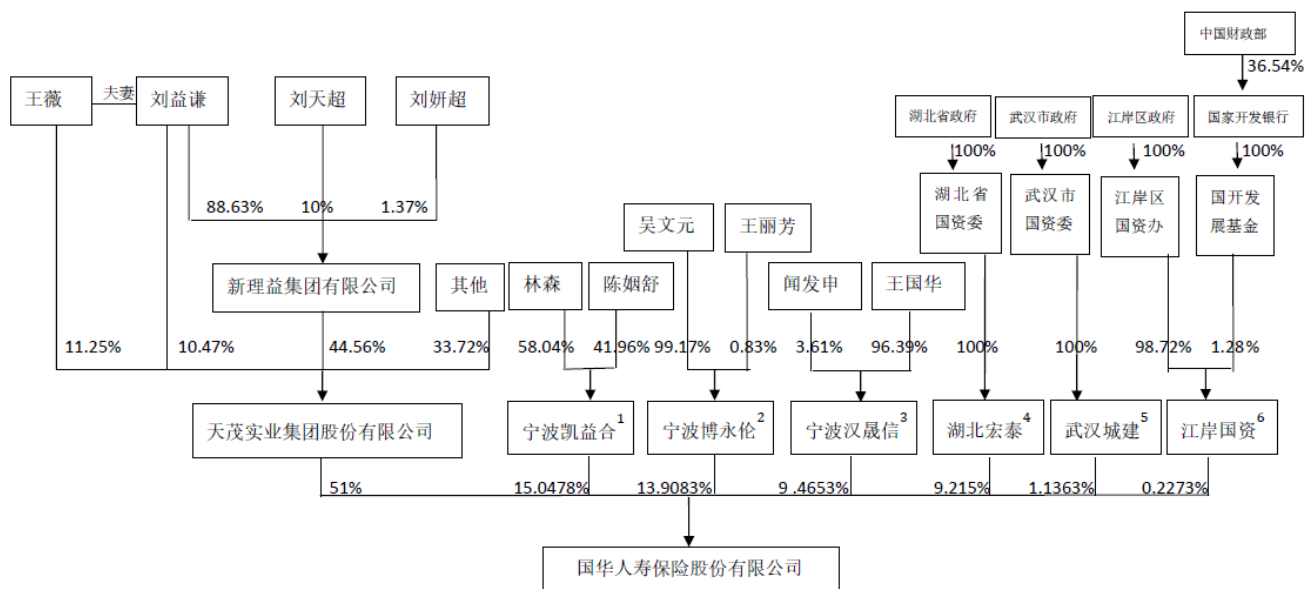
截至本报告出具日，国华人寿已发行且尚在存续期内的资本补充债券本金 60 亿元。资本补充债券本金的清偿顺序和利息支付顺序列于保单责任和其他普通负债之后，股权资本等核心资本工具之前；假若国华人寿无法如约支付本息时，该资本工具的权益人无权向法院申请对保险公司实施破产清偿。存续期内的资本补充债券设定 1 次公司选择提前赎回的权利。在行使赎回权后发行人的综合偿付能力充足率不低于 100% 的情况下，经报中国人民银行和中国银保监会备案后，发行人可以选择在第 5 个计息年度的最后一日，按面值全部或部分赎回债券。

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，综合考虑国华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，联合资信认为国华人寿能够为存续期资本补充债券提供足额本金和利息，资本补充债券的偿债能力很强。

九、结论

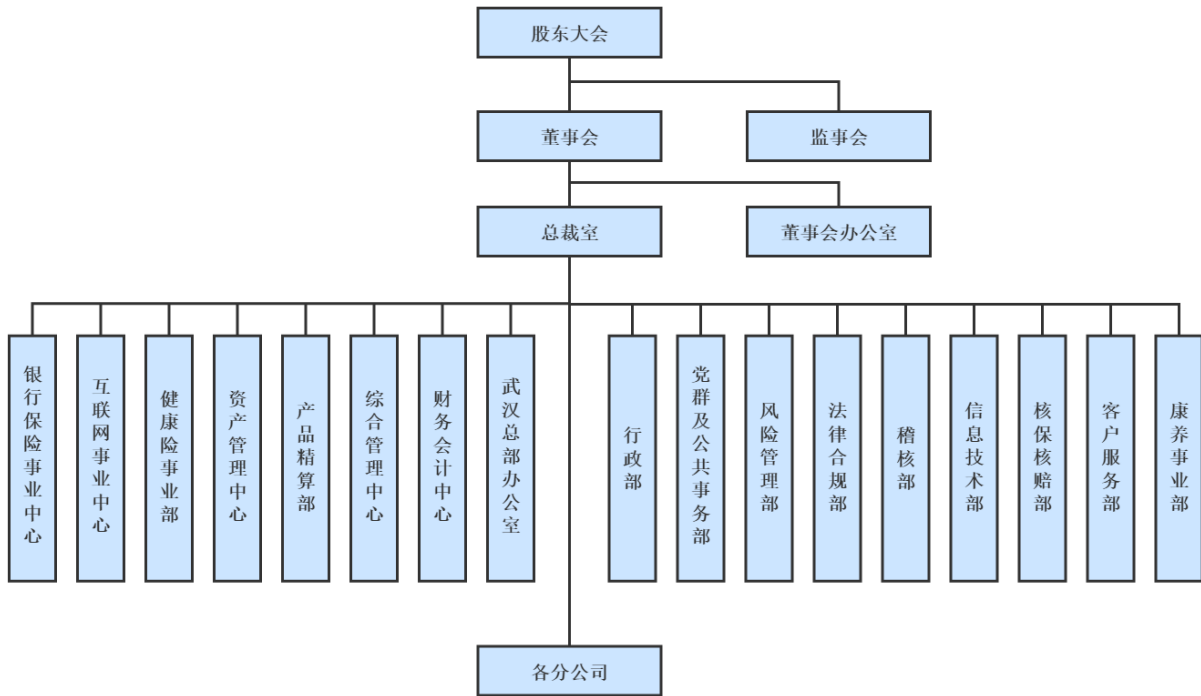
综合上述对国华人寿公司治理、内部控制、业务经营、风险管理以及财务状况等方面综合分析，联合资信认为，在未来一段时间内国华人寿信用水平将保持稳定。

附录 1 2020 年末国华人寿股权结构图



资料来源：国华人寿提供，联合资信整理

附录 2 截至报告出具日国华人寿组织架构图



资料来源：国华人寿提供，联合资信整理

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。