

信用评级公告

联合〔2021〕6307号

联合资信评估股份有限公司通过对中邮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，确定维持中邮人寿保险股份有限公司主体长期信用等级为 AAA，“20 中邮人寿”“20 中邮人寿 02”和“21 中邮人寿 01”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

二〇二一年七月十三日

中邮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
中邮人寿保险股份有限公司	AAA	稳定	AAA	稳定
20 中邮人寿	AAA	稳定	AAA	稳定
20 中邮人寿 02	AAA	稳定	AAA	稳定
21 中邮人寿 01	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
20 中邮人寿	60 亿元	(5+5) 年	2030-03-24
20 中邮人寿 02	60 亿元	(5+5) 年	2030-12-29
21 中邮人寿 01	40 亿元	(5+5) 年	2031-03-24

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)	1419.47	1923.95	2838.14
负债总额(亿元)	1253.05	1670.97	2569.48
保险合同准备金(亿元)	1120.59	1612.05	2352.52
股东权益(亿元)	166.42	252.98	268.66
注册资本(亿元)	150.00	215.00	215.00
核心偿付能力充足率(%)	152.26	160.84	111.31
综合偿付能力充足率(%)	167.33	160.84	166.27
项目	2018 年	2019 年	2020 年
营业收入(亿元)	628.87	748.20	937.84
已赚保费(亿元)	569.82	666.58	813.16
净利润(亿元)	5.21	16.88	13.16
投资收益(亿元)	59.14	80.51	124.59
投资资产收益率(%)	5.25	4.67	5.21
综合退保率(%)	9.57	6.91	1.36
综合费用率(%)	6.59	6.32	7.39
手续费及佣金率(%)	3.12	3.07	4.31
总资产收益率(%)	0.44	1.01	0.55
净资产收益率(%)	3.74	8.06	5.05

数据来源：中邮保险年度报告和提供数据，联合资信整理

分析师

郎 朗 张哲铭

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”)对中邮人寿保险股份有限公司(以下简称“中邮保险”或“公司”)的评级反映了2020年以来,公司在国内寿险市场排名保持行业前列、较强的股东背景、清晰的战略目标和市场定位、业务价值提升、银保渠道发展良好和多元化投资配置等有利因素。同时,联合资信也关注到,中邮保险业务渠道集中度较高、业务的快速发展对资本消耗较快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,中邮保险持续推动业务价值转型,逐步加大长期保障类产品业务规模,推动业务健康持续发展,并结合股东中国邮政集团有限公司(以下简称“中国邮政”)的发展战略,深化集团内部业务协作。此外,中邮保险拟将引入友邦保险有限公司作为战略投资者进行增资扩股。若本次引入战略投资者和增资完成后,中邮保险资本实力和偿付能力均将得到提升。另一方面,公司分红险占比相对较高,且业务的快速发展对资本消耗较快。此外,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,联合资信评估股份有限公司确定维持中邮人寿保险股份有限公司主体长期信用等级为AAA,“20 中邮人寿”“20 中邮人寿 02”和“21 中邮人寿 01”信用等级为AAA,评级展望为稳定。该评级结论反映了中邮人寿保险股份有限公司已发行资本补充债券的违约风险极低。

优势

- 保险市场份额处于行业前列。**中邮保险在保费收入市场占有率和排名均有所提升,保费市场份额处于行业前列。
- 银保渠道发展良好。**中邮保险推进与中国邮政下属省市县级分支公司的渠道合作,以银

保渠道为核心，业务快速发展，市场定位明确。

3. **保单品质和业务价值有所提升。**2020年，中邮保险险种期限结构有所改善，传统寿险占比进一步提升，推动保单品质和业务价值有所提升。
4. **投资资产质量保持较好水平。**中邮保险投资策略较为稳健，投资资产质量保持在较好水平，整体投资风险可控。
5. **中国邮政对公司支持力度较大。**作为中国邮政的控股子公司，中邮保险在中国邮政内具有重要的战略地位，并能在资本补充、公司治理、业务开拓等方面得到大力支持。
6. **引入战略投资者和增资扩股完成后，中邮保险资本实力和偿付能力均将得到提升。**中邮保险拟将引入友邦保险有限公司作为战略投资者进行增资扩股。若本次引入战略投资者和增资完成后，中邮保险资本实力和偿付能力均将得到提升。

关注

1. **业务品种和期限结构变化情况需关注。**中邮保险业务分红寿险占比相对较高，同时仍有一定规模的趸缴业务，对资本形成一定占用，联合资信将持续关注公司保险业务品种和业务结构变化情况。
2. **业务渠道结构仍需改善。**中邮保险渠道结构较为集中，直销和团险等渠道贡献度相对较低，渠道多元化程度仍有待提升。
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加剧行业市场竞争加剧、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、资本市场波动等因素对寿险行业盈利水平和风险管理产生一定压力。

声 明

一、本报告引用的资料主要由中邮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。

中邮人寿保险股份有限公司

2021年跟踪评级报告

一、主体概况

中邮人寿保险股份有限公司（以下简称“中邮保险”或“公司”）是由原中国保险监督管理委员会批准，由原中国邮政集团公司（以下简称“中国邮政”）及 20 个省（市）邮政公司于 2009 年共同发起设立的全国性寿险公司，中邮保险初始注册资本 5.00 亿元，经多次增资扩股，截至 2020 年末，中邮保险注册资本为 215.00 亿元，中国邮政直接持有公司股份 50.92%，通过旗下子公司中国集邮有限公司和邮政科学研究规划院有限公司分别持有公司 16.25% 和 12.83% 的股份，同时，通过子公司中邮资本管理有限公司的全资子公司北京中邮资产管理有限公司持有公司 20% 的股份，中国邮政直接和间接持有公司 100% 的股权，故公司实际控制人为中国邮政；股东持股情况见表 1。

表 1 2020 年末中邮保险股东持股情况 单位：%

股东名称	持股比例
中国邮政集团有限公司	50.92
北京中邮资产管理有限公司	20.00
中国集邮有限公司	16.25
邮政科学研究规划院有限公司	12.83
合计	100.00

数据来源：中邮保险提供，联合资信整理

中邮保险的经营范围：人身保险、健康保险、意外伤害保险等各类人身保险业务；上述业务的再保险业务；国家法律、法规允许的保险资金运用业务；经中国银保监会批准的其他业务。

截至 2020 年末，中邮保险已在北京、上海、天津、河北、辽宁等在内的 21 个省（区、市）开展业务；在职员工 2058 人。

中邮保险注册地址：北京市西城区金融街甲 3 号金鼎大厦 B 座 6、7 层。

中邮保险法定代表人：党秀茸。

二、已发行债券概况

截至本报告出具日，中邮保险已发行且在存续期内的资本补充债券本金为 160 亿元，债券概况见表 1。

2020 年以来，中邮保险根据债券发行条款的规定，在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。

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 中邮人寿	60 亿元	3.75%	(5+5) 年	年付
20 中邮人寿 02	60 亿元	4.38%	(5+5) 年	年付
21 中邮人寿 01	40 亿元	4.27%	(5+5) 年	年付

数据来源：中国货币网，联合资信整理

三、营运环境分析

1. 宏观政策环境和经济运行情况

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（见表 3）。

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

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，整体行业集中程度有所下降。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	19.22	国寿股份	19.35
2	平安人寿	17.02	平安人寿	16.70	平安人寿	15.03
3	太保人寿	7.67	太保人寿	7.18	太保人寿	6.58
4	华夏人寿	6.03	华夏人寿	6.18	新华人寿	5.04
5	太平人寿	4.71	太平人寿	4.75	华夏人寿	4.64
6	新华人寿	4.66	新华人寿	4.67	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	3.32	人保寿险	3.04
9	富德生命人寿	2.73	前海人寿	2.59	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	71.31	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保险公司的监管

趋严，监管政策对于人身保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。

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。由于保险行业竞争日益激烈，保险公司为保持市场竞争力，承保利润空间被逐步压缩；由于保险资金运用金额大、占比高，保险公司盈利水平越来越依赖于投资收益。

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4.5万亿元，同比增长6.1%，其中，财产险公司保费1.2万亿元，同比增长2.4%；人身险公司保费3.3万亿元，同比增长7.5%。

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，新冠肺炎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。

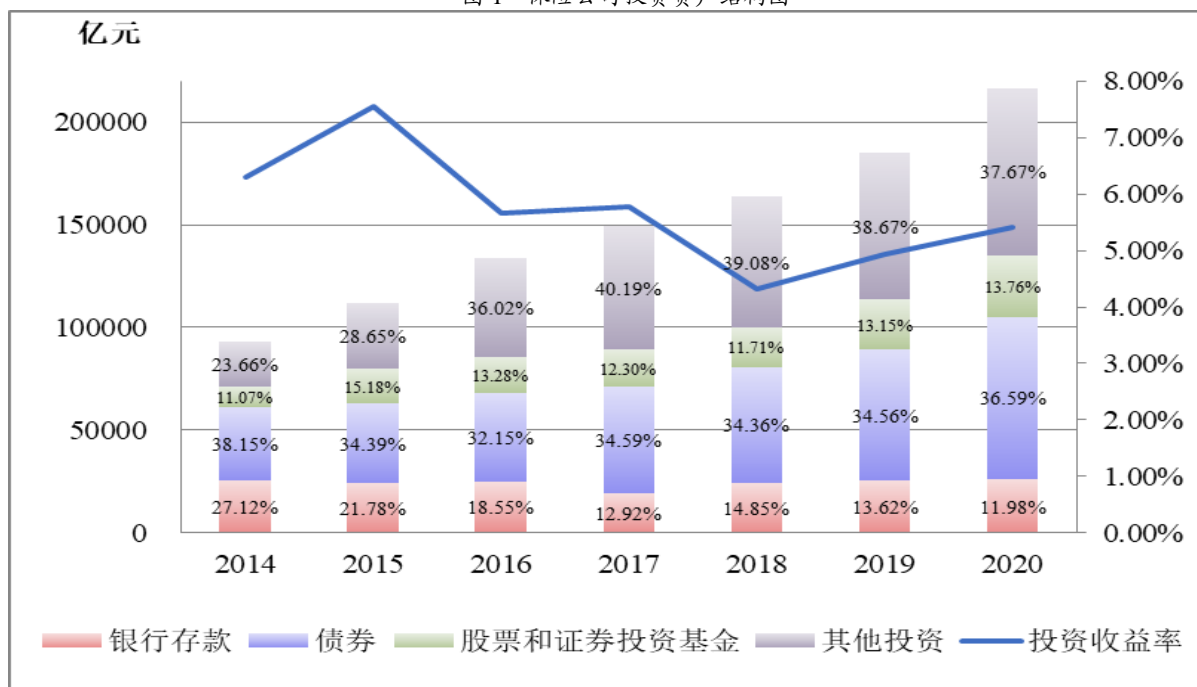
投资收益方面，2020年以来，新冠肺炎疫情短期内加剧了非标资产供给不足的问题，同时随着信用风险暴露的逐步加剧，保险公司亦加大了对非标项目的风险排查力度，非标资产配置比例进一步下降；另一方面，随着2020年4月疫情逐步控制后货币政策的收紧，利率水平重回上升通道，叠加2020年地方政府专项债、抗疫特别国债发行量的显著增长，长久期资产供给的增多亦使得保险公司债券配置力度相应增加。此外，在2019—2020年国内股票市场持续回暖的情况下，保险公司权益类投资规模和收益水平不断提升。截至2020年末，国内

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。

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。2017 年 9 月，原中国保监会发布实施偿二代二期工程建设方案，根据建设方案 2018 年 5 月，银保监会制定了《偿二代二期工程建设路线图和时间表》，共 36 个建设项目。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 年四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 239.6%，核心偿付能力充足率为 230.3%，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 9 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，合众人寿、前海人寿 2 家公司的风险评级为 C 类，中法人寿风险评级

为 D 类,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。总体看,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。

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。目前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。总体看,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。

财产险方面,车险综合改革成为 2020 年财产险政策变化的重点,2020 年 9 月,出台的《实施车险综合改革指导意见》预计将进一步推动市

场化条款费率形成机制的建立，变革有望进一步推动财产险公司优化业务结构、提升服务质量，利好车险消费者，对今后一段时间车险行业将产生较为深远的影响；非车险业务方面，出台信用保险和保证保险业务监管办法提升了融资性信保业务门槛，同时进一步明确农险业务的经营条件。

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

中邮保险凭借实际控制人中国邮政在公司治理及内部控制完善等方面的优势，建立了较为健全的公司治理架构和内部控制管理体系；公司章程中股东对偿付能力的补充安排，对公司资本的补充提供了重要保障。

中邮保险成立于 2009 年，经多次增资扩股后，截至 2020 年末，中邮保险注册资本为 215.00 亿元。中邮保险控股股东中国邮政直接持有公司 50.92% 的股权，通过旗下子公司中

国集邮有限公司和邮政科学研究规划院有限公司分别持有公司 16.25% 和 12.83% 的股份，同时，通过子公司中邮资本管理有限公司的全资子公司北京中邮资产管理有限公司持有公司 20% 的股份，故公司实际控制人为中国邮政（见附录 1）。中邮保险能够获得股东中国邮政在公司治理、内部控制的健全和偿付能力方面的支持。中邮保险公司章程规定：在公司偿付能力达不到监管要求时，股东应支持公司改善偿付能力。截至 2020 年末，中邮保险股东不存在股东出质股权的情况。

中国邮政是在原国家邮政局所属企事业单位基础上组建成立的大型国有独资企业，财政部代表国务院履行出资人职责，为实际控制人。中国邮政经营业务主要分为邮政业务、速递物流业务和金融业务三大板块。截至 2020 年末，中国邮政分公司 31 家，二级子公司 93 家，其子公司包括：在上海证券交易所、香港联交所上市的中国邮政储蓄银行股份有限公司（以下简称“邮储银行”）、中邮资本管理有限公司、中国集邮总公司、中邮证券有限责任公司等。截至 2020 年末，中国邮政注册资本 1391.79 亿元，资产总额为 118170.90 亿元，负债总额 110682.47 亿元，所有者权益合计 7488.43 亿元。

中邮保险按照《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。目前，中邮保险董事会由 5 名董事构成，其中独立董事 2 名；中邮保险董事长、党委书记党秀茸女士，兼任中加基金董事会副董事长、中国互联网投资基金理事会理事、中国保险学会理事会理事等职务，负责并主导中邮证券有限责任公司的并购和创建，参与中邮创业基金管理股份有限公司初创工作，负责筹建并开办中邮保险；中邮保险监事会由 3 名监事构成，其中职工监事 1 名；中邮保险高级管理层由 5 名成员组成，目前尚未任命总经理，其中副总经理 1 名（主持工作）、财务负

责人 1 名、总精算师 1 名、技术总监 1 名、首席投资官 1 名。中邮保险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，截至 2020 年末，中邮保险存放邮储银行的货币资金余额 55.41 亿元，2020 年中邮保险通过中国邮政及其下属公司实现保险业务收入 2.03 亿元，发生业务及管理费 1.51 亿元，手续费及佣金支出 35.36 亿元。

风险管理部作为公司内部控制管理职能部门，负责对公司内部控制的事前、事中的统筹规划，组织推动、实时监控和定期检查。2020 年以来，中邮保险进一步完善现有内控管理手段，持续开展全公司操作风险识别和评估，提高全体员工的风险防范意识和合规意识，中邮保险内部控制管理水平不断提升。

中邮保险审计部对内部控制履行事后检查监督职能，对公司内部控制的健全性、合理性和有效性进行审计，并追踪内部控制缺陷整改情况，按照监管要求报送评估情况。中邮保险以风险为导向，围绕公司重点、难点工作开展专项审计；推进审计信息化建设，完善审计工作方法。2020 年，中邮保险开展了反洗钱审计、关联交易审计、欺诈风险管理审计等专项审计工作，针对审计发现的问题，制定了相应的整改方案，并对整改情况进行持续的监督。

2020 年，中邮保险风险综合评级结果均为 B 类。

五、业务经营分析

1. 经营概况

依托于股东中国邮政广泛的业务渠道、明确的发展战略定位及持续转型的产品结构体系，业务规模呈现较好发展态势，行业排名亦持续上升。目前，中邮保险在资产规模及业务规模上均处于保险行业的前列。

2. 业务经营分析

2020 年，中邮保险持续调整保险业务期限和结构，推进保险价值转型，原保险保费规模快速增长，市场竞争力进一步提升。中邮保险根据自身发展战略，积极开展业务期限和价值转型，不断加大中长期保险产品开发和销售力度。2020 年以来，中邮保险进一步调整保险业务期限和结构，推进业务价值转型，原保险保费收入规模及市场排名均有所提升。根据银保监会官网统计数据，2020 年，中邮保险原保险保费收入 819.96 亿元，较上年增长 21.40%；中邮保险原保险保费收入市场占有率 2.59%，在 87 家寿险公司中位居第 9 位，市场排名及市场份额均有所上升；2020 年，中邮保险规模保费收入 820.04 亿元，较上年增长 21.41%，规模型保费收入占保险业务收入占比较低（见表 5）。

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	576.63	675.41	819.96	17.13	21.40
原保险保费收入市场份额	2.20	2.28	2.59	/	/
规模保费	576.68	675.44	820.04	17.14	21.41

数据来源：中国银保监会官网、中邮保险提供资料，联合资信整理

（1）保险业务

2020 年，中邮保险推进传统寿险的业务拓展，传统寿险占比明显提升；但受客群需求的影响，中邮保险业务险种仍以分红寿险为主，业务结构有待进一步优化调整。中邮保险业务

产品种类主要包括传统寿险、分红寿险、健康险和意外险，万能险规模较小（见表 6）。中邮保险客户群体主要来自各省市县域的邮政网点，该类客户对兼具储蓄功能的分红寿险需求较大。2020 年，中邮保险加大保险产品结构调整力度，

积极推进长期传统保险产品的推广营销力度，传统寿险规模较快增长。2020年中邮保险实现分红寿险业务收入549.55亿元，较上年下降3.53%，占原保险保费收入的67.02%；实现传统寿险业务收入264.79亿元，较上年明显增长，占原保险保费收入的32.29%；健康险及意外险业务收入规模和占比均不高。从规模保费结构看，万能险业务占比处于较低水平。

表6 保险业务收入结构 单位：亿元

项目	2018年	2019年	2020年
传统寿险	71.06	100.04	264.79
分红寿险	502.91	569.67	549.55
健康险	2.17	1.76	2.68
短期意外及健康险	0.49	3.94	2.94
原保险保费	576.63	675.41	819.96
万能险	0.05	0.03	0.08
规模保费	576.68	675.44	820.04

数据来源：中邮保险审计报告及提供资料，联合资信整理

2020年，随着保险业务结构转型，中邮保险期缴业务占比明显提升，业务期限结构转型取得一定成果。从保费期限结构来看，中邮保险调整业务期限结构，加大期缴业务发展力度，期缴业务首年及续期保费均有所增长，业务转型效果较好；2020年，中邮保险期缴业务首年保费收入有所增长；趸缴保险业务收入有所下降。2020年，中邮保险期缴业务首年保费收入295.84亿元，较上年增长28.92%，占保险业务收入的36.08%；期缴业务续期保费收入429.27亿元，较上年增长30.56%，占保险业务收入的52.35%；趸缴业务实现保险业务收入94.85亿元，较上年下降19.02%，占保险业务收入的11.57%（见表7）。

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	155.64	117.14	94.85

表8 保险业务营销渠道结构

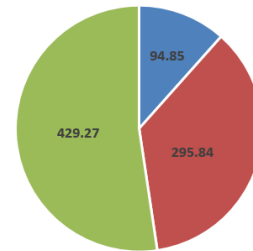
单位：亿元、%

项目	金额			占比		
	2018年	2019年	2020年	2018年	2019年	2020年
银保渠道	574.77	671.49	816.84	99.67	99.42	99.61

期缴业务首年保费收入	218.23	229.48	295.84
期缴业务续期保费收入	202.76	328.78	429.27
合计	576.63	675.41	819.96

数据来源：中邮保险审计报告，联合资信整理

图2 保险业务收入期限结构 单位：亿元



■ 趸缴保费收入 ■ 期缴业务首年保费收入 ■ 期缴业务续期保费收入

数据来源：中邮保险审计报告，联合资信整理

2020年，中邮保险加大公司自营渠道拓展力度，公司自营渠道占比有所提升；同时借助于股东在业务渠道建设上的支持，中邮保险银保渠道占比较高，渠道多元化程度仍有待提升。作为中国邮政的控股子公司，中邮保险在业务发展上得到中国邮政较大力度支持，主要表现在渠道建设上。中邮保险业务渠道主要为银保渠道，通过中国邮政下设各省市县域分公司和邮储银行分支机构开拓保险业务营销工作。得益于中国邮政及邮储银行网点分布优势，截至2020年末，中邮保险业务范围已扩展至21个省、291个地市、1624个县市，覆盖中国邮政31885个网点。此外，由于中国邮政下属各邮政公司在各省市网点下沉较深，符合公司的客群发展定位，故公司银保渠道主要为邮政公司的合作渠道，邮储银行渠道业务占比较少。2020年，中邮保险加大公司直销渠道建设和布局，公司直销渠道占比有所提升，但直营业务渠道贡献度仍处于较低水平（见表8）。

团险兼代理渠道	1.86	3.04	/	0.32	0.45	/
公司直销渠道	0.06	0.91	3.20	0.01	0.13	0.39
合计	576.68	675.44	820.04	100.00	100.00	100.00

数据来源：中邮保险提供，联合资信整理

随着保险业务转型的不断推进，公司业务价值快速增长。中邮保险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，中邮保险内含价值情况见表 9。2020 年以来，随着内含价值相对较高的期缴业务的增长，中邮保险有效业务价值、新业务价值以及公司内含价值均快速增长。截至 2020 年末，中邮保险内含价值为 334.69 亿元，新业务价值为 18.66 亿元，新业务价值率为 4.75%（见表 9）。

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	39.54	65.45	111.01
公司内含价值	184.10	283.51	334.69
新业务价值	7.43	8.56	18.66

数据来源：中邮保险内含价值报告及提供数据，联合资信整理

2020 年，中邮保险 13 个月和 25 个月保单继续率在合理范围波动，中邮保险继续率水平处于行业较好水平。（见表 10）。

表 10 保单继续率情况 单位：亿元

项目	2018 年末	2019 年末	2020 年末
13 个月继续率	95.17	95.41	94.62
25 个月继续率	97.94	98.31	98.21

数据来源：中邮保险提供，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快速增长，中邮保险投资收益规模有所增长；投资业务以固定收益类投资为主，投资风险可控。中邮保险主要由资产管理部开展投资业务。依据保险公司资产负债匹配管理的经营特点，以外部经济环境、监管政策变化和内部经

营需求为基础，制定了资产配置策略并适时调整。2020 年，中邮保险加大固定收益类资产的配置力度，固定收益类资产占比明显提升。2020 年以来，随着保险业务的快速发展，中邮保险可运用保险资金规模逐年扩大，投资资产规模明显上升。截至 2020 年末，中邮保险投资资产总额 2752.44 亿元，较上年末增长 45.31%。

从投资资产标的来看，中邮保险以流动性管理和获得稳定收益为目标，主要投向具有稳定收益水平的固定收益类资产，投资品种为银行存款、债券、债券型基金和保险资管产品；此外，为获取超额回报，在稳健的投资策略下，中邮保险适当配置了高风险、高收益权益型产品，权益类投资占比不高。截至 2020 年末，中邮保险固定收益类投资余额 2291.52 亿元，较上年末增长 51.16%，占投资资产总额的 83.25%；其中银行存款交易对手外部评级主要为 AAA，集中于股份制商业银行和城市商业银行，交易对手违约风险较小；持有债券合计 746.31 亿元，以金融债和国债为主，其余为少量企业债券，持仓债券外部评级主要集中于 AAA 级；中邮保险债券型基金投资合计 281.25 亿元；中邮保险主要以持有保险资管产品的方式投资外部级别在 AA+及以上企业债券，涉及基础设施建设等行业，2020 年末固定收益类资管计划产品投资余额 616.96 亿元。截至 2020 年末，中邮保险债券投资未出现违约情况。权益型投资方面，中邮保险权益型投资以价值投资为主，委外投资规模占比不高。截至 2020 年末，中邮保险权益型投资余额 323.87 亿元，占投资资产总额的 11.77%；以股权投资基金和混合型基金为主。截至 2020 年末，中邮保险不动产类投资余额 60.38 亿元，占比 2.19%，为基础设施债权计划和基础设施类股权计划。为保证流动性，中邮保险配置了一定规模的流动性资产，截至 2020 年末，流动性资产投

资余额 41.64 亿元，占比 1.51%。中邮保险将应收股利、应收利息和在途交易计入其他类投资，截至 2020 年末，中邮保险其他类投资余额 35.02 亿元（见表 11）。

表 11 中邮保险投资资产结构

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	144.65	90.03	41.64	10.87	4.75	1.51
货币型基金	143.29	78.49	8.31	10.77	4.14	0.30
活期存款	1.36	11.54	23.34	0.10	0.61	0.85
逆回购协议	--	--	10.00	--	--	0.36
固定收益类投资	1003.47	1515.96	2291.52	75.41	80.03	83.25
银行存款	263.00	372.00	647.00	19.76	19.64	23.51
债券投资	155.67	368.63	746.31	11.70	19.46	27.11
债券型基金	188.82	189.78	281.25	14.19	10.02	10.22
资管产品	395.97	585.54	616.96	29.76	30.91	22.42
权益类投资	129.16	203.79	323.87	9.71	10.76	11.77
股票	22.49	24.57	88.98	1.69	1.30	3.23
混合型基金	28.40	41.56	70.34	2.13	2.19	2.56
资管产品	12.79	57.99	60.51	0.96	3.06	2.20
股权投资基金	43.89	49.50	72.42	3.30	2.61	2.63
未上市股权	21.59	30.17	31.62	1.62	1.59	1.15
不动产类投资	34.71	30.93	60.38	2.61	1.63	2.19
基础设施债权计划	22.50	20.91	53.15	1.69	1.10	1.93
基础设施股权计划	12.21	10.02	7.23	0.92	0.53	0.26
其他类投资	18.74	53.54	35.02	1.41	2.83	1.27
投资资产总额	1330.72	1894.24	2752.44	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：中邮保险提供数据，联合资信整理

中邮保险投资收益以利息收入、买卖价差收入和股息分红收入为主。2020 年，得益于其投资资产规模的快速增长，中邮保险投资收益规模明显提升。2020 年，中邮保险实现投资收益 124.59 亿元，投资收益率为 5.21%。

六、财务分析

中邮保险提供了 2020 年财务报告及偿付能力报告，普华永道中天会计师事务所（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，随着传统保险业务规模的增长，中邮保险已赚保费和投资收益规模保持增长；但受国债收益率曲线下行影响，中邮保险当年提取保险责任准备金明显上升，盈利能力有所下降。

2020 年以来，中邮保险加大传统寿险营销力度，推动已赚保费保持较快增长（见表 12）。中邮保险业务支出以赔付支出、手续费及佣金支出和业务及管理费为主。2020 年，随着保险业务规模的快速增长，中邮保险手续费和佣金支出、业务及管理费明显增长，推动保险业务支出规模的增长。此外，得益于价值转型和保险业务结构的调整，中邮保险赔付支出较上年末小幅下降。保险责任准

备金方面，中邮保险在对影响保险合同支出的众多因素做出合理假设和估计的基础上，通过选择适当的风险边际，提取保险责任准备金。2020年，受国债收益率曲线下行因素影响，中邮保险当年提取保险责任准备金规模明显增长。2020年，中邮保险提取保险责

任准备金 742.88 亿元。从成本管控情况来看，2020年，中邮保险综合费用率和手续费及佣金率均明显上升，但得益于中国邮政的网点及渠道优势，中邮保险成本管控仍处于行业较好水平。

表 12 收益情况

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	569.82	666.58	813.16	16.98	21.99
保险业务收入	576.63	675.41	819.96	17.13	21.40
减：分出保费	6.99	8.29	7.20	18.48	-13.15
净承保保费收入	569.64	667.12	812.76	17.11	21.83
减：提取未到期责任准备金	-0.18	0.54	-0.40	/	/
保险业务支出	146.26	110.14	126.94	-24.69	15.26
赔付支出	115.88	76.60	74.24	-33.90	-3.08
减：摊回赔付支出	0.18	0.30	0.16	66.86	-46.33
手续费及佣金支出	17.99	20.77	35.36	15.43	70.30
业务及管理费	12.99	13.50	17.78	3.93	31.64
提取保险责任准备金	336.60	481.94	742.88	43.18	54.14
减：摊回保险责任准备金	6.26	8.05	7.73	28.61	-3.96
综合费用率	6.59	6.32	13.16	/	/
手续费及佣金率	3.12	3.07	7.39	/	/

数据来源：中邮保险审计报告，联合资信整理

投资收益方面，中邮保险投资收益以买卖价差收入和定期存款利息收入为主。2020年，得益于投资资产规模的增长和较好的资金运用策略，中邮保险投资收益明显增长。2020年，中邮保险实现总投资收益 121.02 亿元，其中投资收益 124.59 亿元；2020年，中邮保险实现投资收益率 5.21%。（见表 13）。

表 13 投资收益情况

单位：亿元、%

项目	2018年	2019年	2020年
投资收益	59.14	80.51	124.59
公允价值变动损益	-0.04	0.37	--
减：投资资产减值准备	0.40	5.54	3.57
总投资收益	58.70	75.34	121.02
投资资产总额	1330.72	1894.24	2752.44
总投资收益率	5.25	4.67	5.21

数据来源：中邮人寿审计报告及财务报表，联合资信整理

公司退保金主要由寿险产品产生，健康险退保金占比低。2020年，随着保险业务结构的逐步调整，中邮保险中短存续期产品有所下降，导致公司退保金明显下降，综合退保率处于较好水平（见表 14）。

表 14 退保情况

单位：%

项目	2018年末	2019年末	2020年末
综合退保率	9.57	6.91	1.36
退保金	130.38	123.68	33.02

数据来源：中邮保险提供资料，联合资信整理

从盈利能力情况来看，2020年，受国债收益率曲线下行因素影响，中邮保险当年计提保险责任准备金规模明显增长，导致当年净利润水平明显下降。2020年，中邮保险实现净利润 13.16 亿元，较上年下降 22.01%，总资产收益率为

0.55%，净资产收益率为 5.05%（见表 15）。

表 15 盈利情况 单位：亿元、%

项目	2018 年	2019 年	2020 年
利润总额	5.39	15.32	12.32
净利润	5.21	16.88	13.16
总资产收益率	0.44	1.01	0.55
净资产收益率	3.77	8.06	5.05

数据来源：中邮保险审计报告及财务报表，联合资信整理

2. 流动性

中邮保险短期流动性风险可控，且资产负债错配期限处于较短水平。

从资产负债期限匹配情况来看，中邮保险推动价值转型，不断发展中长期产品，负债久期持续增长；在资产端，公司为降低错配期限，相应加大投资资产久期，截至2020年末，公司资产平均久期为6.48年，负债平均久期为7.39年，久期缺口为0.91年，目前公司资产负债期限错配风险较小。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，公司需关注资产负债期限错配风险。未来，公司将持续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呈快速增长趋势，占资产总额的比重保持在较高水平。截至2020年末，公司可快速变现资产余额2352.52亿元，占资产总额的79.61%（见表16）。短期来看，公司整体流动性状况较为稳定。

表 16 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	1209.52	1625.62	2259.49
可快速变现资产/资产总额	85.26	84.49	79.61
保险合同准备金	1120.59	1612.05	2352.52
准备金赔付倍数	4.55	8.05	21.93
未来 1 年内的综合流动比率	111	-270	-109

流动性覆盖率（压力情景 1）	610	3168	3870
流动性覆盖率（压力情景 2）	639	3250	3923

数据来源：中邮保险审计报告及财务报告，联合资信整理

2020年，中邮保险短期流动性比率及流动性覆盖率等指标结果良好。根据中邮保险精算假设及2020年流动性压力测试结果显示：在基本情境下，中邮保险未来4个季度及后两年净现金流无缺口；同时，中邮保险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且同时在投资已考虑资产的可变现性，故截至2020年末，公司流动性保持充裕。截至2020年末，中邮保险未来1年内的综合流动比率-109%，主要是由于负债端寿险责任准备金未来一年内现金流呈流出状态。公司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。根据中邮保险情景压力测试显示，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

中邮保险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。中邮保险拟将引入友邦保险有限公司作为战略投资者进行增资扩股。若本次引入战略投资者和增资完成后，中邮保险资本实力和偿付能力均将得到提升。

在资本补充方面，2020年，中邮保险主要通过利润留存的方式补充资本。截至2020年末，中邮保险实收资本215.00亿元，所有者权益为268.66亿元。此外，2020年3月、12月以及2021年3月，中邮保险分别发行60亿元、60亿元和40亿元的资本补充债券，资本水平得到一定程度的补充。

认可负债方面，由于中邮保险保户储金及投资款规模较小，认可负债主要为准备金负债，认可负债结构较好。2020年，由于中邮保险中长期保险业务规模快速增长，加之国债收益率曲线下行等因素影响，提取保险责任准备金规模增速

加快,使其认可负债规模明显增长。认可资产方面,中邮保险认可资产主要为投资资产、活期存款及流动性管理工具。得益于保险业务的较好发展,中邮保险可运用资金规模快速增长,投资资产规模增速较快,带动认可资产规模大幅增加。截至2020年末,中邮保险认可负债余额2483.18亿元,认可资产余额2841.04亿元;认可资产负债率为87.40%(见表17)。总体看,中邮保险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,得益于公司资本补充债券的发行,公司附属一级资本明显增长,推动公司实际资本的增长。截至2020年末,中邮保险实际资本为357.07亿元。近年来,随着中邮保险业务的快速发展,同时投资资产快速增长,面

临的市场风险最低资本规模有所增长,致使其最低资本有所增长。截至2020年末,中邮保险最低资本为210.29亿元。截至2020年末,中邮保险的核心偿付能力充足率和综合偿付能力充足率分别为166.27%和111.31%。

2020年6月,中邮保险发布《关于变更注册资本有关情况的信息披露公告》,中邮保险拟引入友邦保险有限公司(以下简称“友邦公司”),作为战略投资者进行增资扩股。中邮保险拟将注册资本由215.00亿元增加至286.63亿元,增加的71.63亿股,全部由友邦公司认购,友邦公司拟出资120.34亿元,持有中邮保险24.99%的股权,该事项尚待中国银保监会批准后生效。本次引入战略投资者和增资扩股的完成后,中邮保险资本实力进一步提升,偿付能力水平也将得到提高。

表 17 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	1419.47	1923.95	2838.14
负债总额	1253.05	1670.97	2569.48
认可资产	1413.76	1924.91	2838.78
认可负债	1247.29	1685.52	2481.71
实际资本	166.47	239.40	357.07
其中:核心一级资本	151.47	239.40	236.88
最低资本	99.49	148.84	210.29
认可资产负债率	88.23	87.56	87.42
核心偿付能力充足率	152.26	160.84	111.31
综合偿付能力充足率	167.33	160.84	166.27

数据来源:中邮保险偿付能力报告,联合资信整理

八、债券偿付能力分析

截至本报告出具日,中邮保险已发行且尚在存续期内的资本补充债券本金160亿元。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;假若中邮保险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。

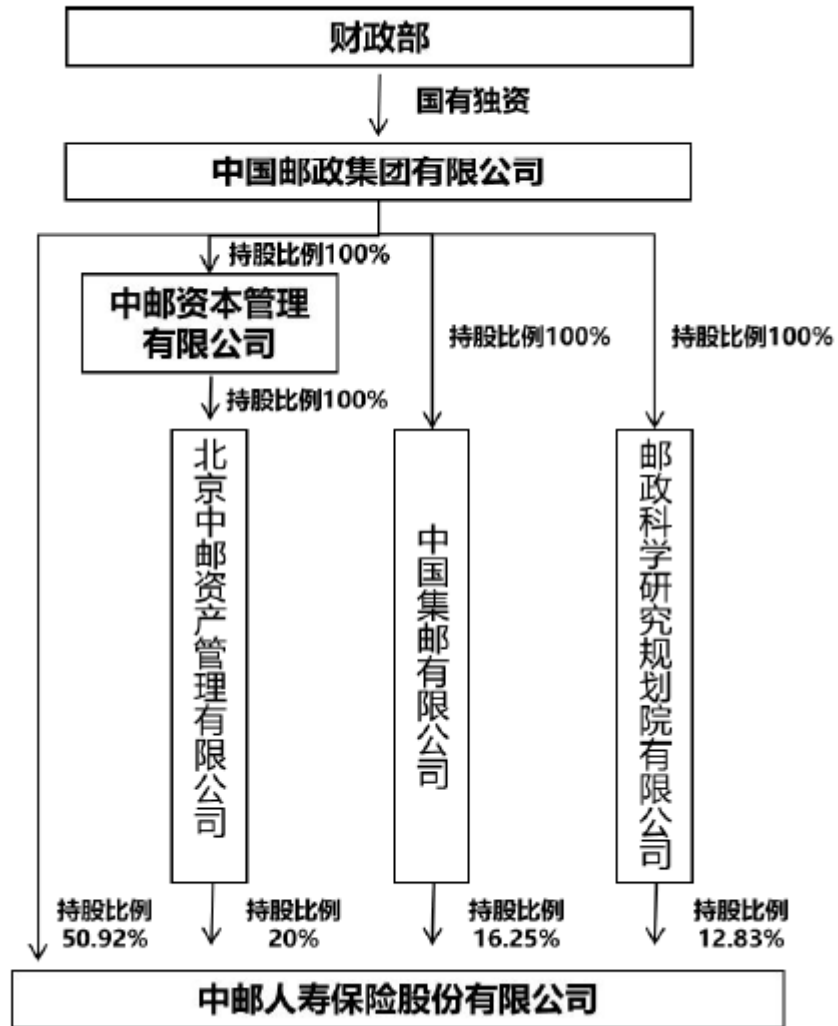
此外,资本补充债券能否按期偿本付息主要取决于资本补充债券存续期内公司的业务发展持续性、盈利水平以及募集资金的使用情况,综合考虑中邮保险的业务发展水平、较为稳定的现金流和可快速变现资产,以及募集资金的有效管理和运用,联合资信认为中邮保险能够为已发行的资本补充债券提供足额本金和利息,债券的偿

债能力极强。

九、结论

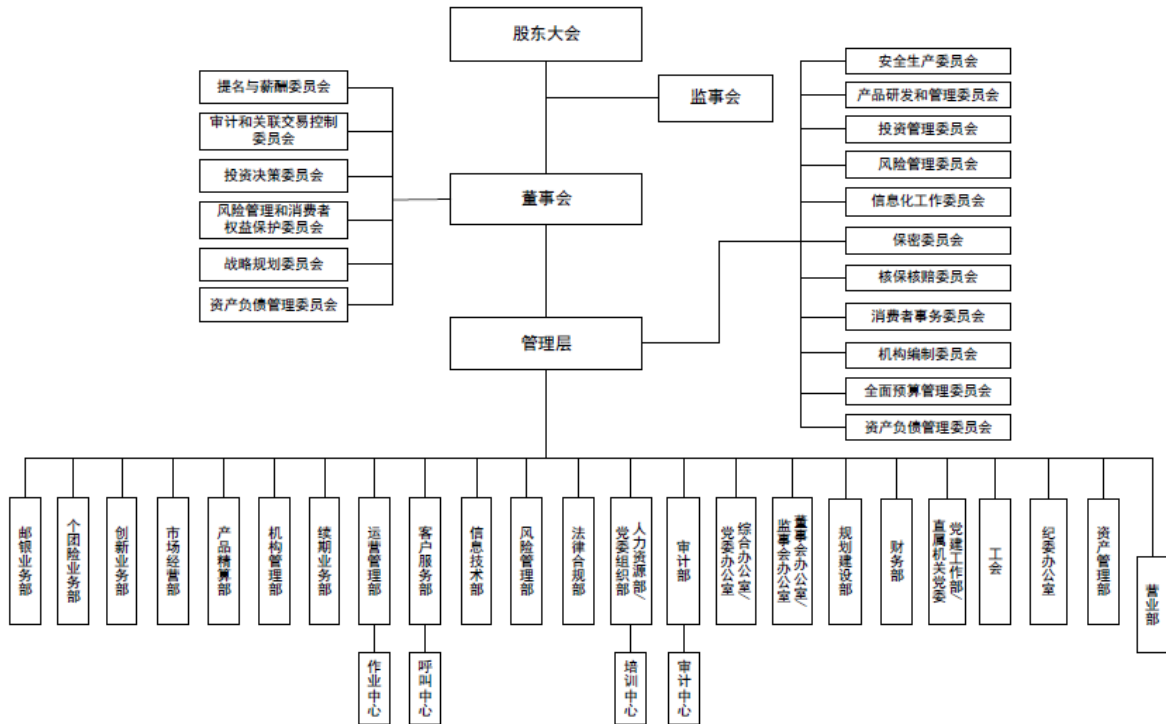
综合上述对中邮保险公司治理、内部控制、业务经营、风险管理以及财务状况等方面综合分析，联合资信认为，在未来一段时间内中邮保险信用水平将保持稳定。

附录 1 2020 年末中邮保险股权结构图



资料来源：中邮保险提供，联合资信整理

附录 2 2020 年末中邮保险组织架构图



资料来源：中邮保险提供，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 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。