

信用评级公告

联合〔2021〕6576号

联合资信评估股份有限公司通过对民生人寿保险股份有限公司及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持民生人寿保险股份有限公司主体长期信用等级为 AA⁺，“20 民生人寿 01”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

二〇二一年七月二十一日

民生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
民生人寿保险股份有限公司	AA ⁺	稳定	AA ⁺	稳定
20 民生人寿 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	交易流通终止日
20 民生人寿 01	15 亿元	5+5 年	2030/03/29

评级时间：2021 年 7 月 21 日

主要数据

项 目	2018 年末	2019 年末	2020 年末
资产总额(亿元)	1091.72	1128.54	1496.76
负债总额(亿元)	970.52	984.60	1303.95
保险合同准备金(亿元)	507.57	577.10	657.32
股东权益(亿元)	121.20	143.94	192.81
注册资本(亿元)	60.00	60.00	60.00
核心偿付能力充足率(%)	284	275	292
综合偿付能力充足率(%)	326	295	309
项 目	2018 年	2019 年	2020 年
营业收入(亿元)	151.75	186.70	262.07
已赚保费(亿元)	114.14	121.53	123.81
投资收益(亿元)	36.07	49.60	62.32
净利润(亿元)	5.15	18.71	23.26
投资收益率(%)	3.12	5.08	6.74
综合退保率(%)	6.04	5.74	4.39
综合费用率(%)	28.52	27.85	31.30
手续费及佣金率(%)	11.06	10.88	9.52
总资产收益率(%)	0.51	1.69	1.77
净资产收益率(%)	4.49	14.12	13.82

数据来源：民生人寿审计报告及提供资料，联合资信整理

分析师

孔 宁 殷 达

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”）对民生人寿保险股份有限公司（以下简称“民生人寿”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，保险业务产品结构及期限结构不断优化，利润留存及资本债券的发行对资本具有较好的补充作用及偿付能力充足等方面的优势。同时，联合资信也关注到，受新冠疫情及业务转型的影响，2020 年民生人寿原保险保费收入增速放缓，新业务价值有所下降，第三大股东破产重组对其股权结构的稳定性产生一定影响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，民生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，不断调整优化业务结构。另一方面，国内寿险行业竞争环境日益激烈，民生人寿仍需持续提升其品牌影响力；资本市场波动将使投资收益不确定性增加，需对未来业务发展情况及盈利水平变化情况保持关注。

综上所述，联合资信评估股份有限公司确定维持民生人寿保险股份有限公司主体长期信用等级为 AA⁺，“20 民生人寿 01”信用等级为 AA，评级展望为稳定。该评级结论反映了民生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. 保险业务产品结构及期限结构持续优化。**2020 年，民生人寿持续优化产品缴费结构，期缴业务保费收入占比进一步提升，传统寿险、健康险等保障型产品规模占比较高，业务结构调整成效明显。
- 2. 偿付能力保持充足水平。**2020 年，得益于资本补充债券的发行，民生人寿资本实力进一步提升，同时较好的利润留存效应使得实际资本规模持续增长，偿付能力保持充足水

平。

3. **投资收益带动盈利水平保持在较高水平。**
2020 年，民生人寿权益投资实现良好收益，且投资组合的风险偏好较为稳健，盈利水平保持在较高水平。
4. **大股东对民生人寿业务发展及资本补充等方面均给予较大支持。**民生人寿依托大股东中国万向控股有限公司在金融与产业领域的集群效应，能够在业务渠道拓展和资本补充方面给予公司较大支持。

关注

1. **新冠肺炎疫情导致公司保费收入增长受限。**受新冠肺炎疫情影响，民生人寿以个人代理渠道为核心的业务模式受到较大影响，新单规模保费有所下降。
2. **需关注未来股权结构变化情况。**公司第三大股东海鑫钢铁集团有限公司正在破产重组阶段，责任股东万向控股已在按照监管规定协商股权变更处置事宜，但仍需持续关注股权变动对公司股权稳定性带来的影响。

声 明

一、本报告引用的资料主要由民生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。

民生人寿保险股份有限公司

2021年跟踪评级报告

一、主体概况

民生人寿保险股份有限公司（以下简称“民生人寿”或“公司”）成立于2002年6月18日，是由万向集团公司等21家股东发起设立，初始注册资本为8.29亿元。近年来，历经多次增资扩股及股权转让，截至2020年末，公司注册资本60.00亿元，单一最大股东为中国万向控股有限公司（以下简称“万向控股”），实际控制人自然人鲁伟鼎先生通过万向控股和上海冠鼎泽有限公司直接及间接持有公司43.84%的股权，截至2020年末前五大股东持股情况见表1。

表1 2020年末民生人寿股东持股情况 单位：%

股东名称	持股比例
中国万向控股有限公司	37.32
通联资本管理有限公司	17.59
海鑫钢铁集团有限公司	13.15
江西汇仁集团医药科研营销有限公司	6.99
上海冠鼎泽有限公司	6.52
合计	81.57

数据来源：民生人寿提供，联合资信整理

截至2020年末，民生人寿在北京和上海设立双总部，并在浙江、江苏、河北、辽宁、四川、山东等省市建立了25家分公司；2021年4月深圳分公司获批成立，形成了覆盖全国的服务网络布局；控股民生通惠资产管理有限公司（以下简称“民生通惠”）、通惠康养旅股份有限公司和通联支付网络服务股份有限公司（以下简称“通联支付”）。

公司注册地址：北京市朝阳区东三环北路38号院2号楼。

公司法定代表人：鲁伟鼎。

二、已发行债券概况

截至本报告出具日，民生人寿存续期内且

经联合资信评级的债券为2020年3月发行的资本补充债券（15亿元），债券概况见表2。2021年，民生人寿根据债券发行条款的规定，在资本补充债券付息日之前及时公布了债券付息公告，并按时足额支付了债券当期利息。

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民生人寿01	15亿元	5.2%	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，中短期万能险产品不断叫停，2020年以来万能险业务规模持续收缩。2020年，由于固收类投连险业务对

资本占用规模较小，人身险公司加大了固收类投连险业务的拓展力度，投连险业务规模有所下降，但投连险业务规模整体仍呈快速下降趋势。

从竞争策略来看，不同类型保险公司的市场策略产生了一定的分化。具体来看，成立时间长、市场份额领先的大型保险公司整体上保障类及期缴类产品占比较高。另一方面，部分民营保险公司在资产驱动负债的策略下，规模导向的中短存续期产品和理财型产品发行量上升较快，但受监管趋严影响，此类产品规模快速上升的趋势受到了遏制。而外资（合资）保险公司通常受股东在业务价值、股东回报、风险控制和决策流程等方面要求较高等因素影响，产品和投资策略均趋于稳健，竞争能力有限，市场份额较低。

（2）盈利水平

保险公司承保利润发展空间有限，且人身险和财产险公司的分化明显；另一方面，保险公司可运用资产规模稳步增长，资金收益水平持续改善，推动了保险行业盈利水平的提升。

从保费收入来看，保险业原保险保费收入增速虽有所下滑，但在新冠肺炎疫情对于国内外经济及环境产生重创的背景下已超预期；分行业来看人身险公司的保费收入增速更高。2020年，保险公司实现原保险保费收入4.53万亿元，同比增长6.13%，其中，财产险公司保费1.35万亿元，同比增长4.36%；人身险公司保费3.17万亿元，同比增长6.91%。

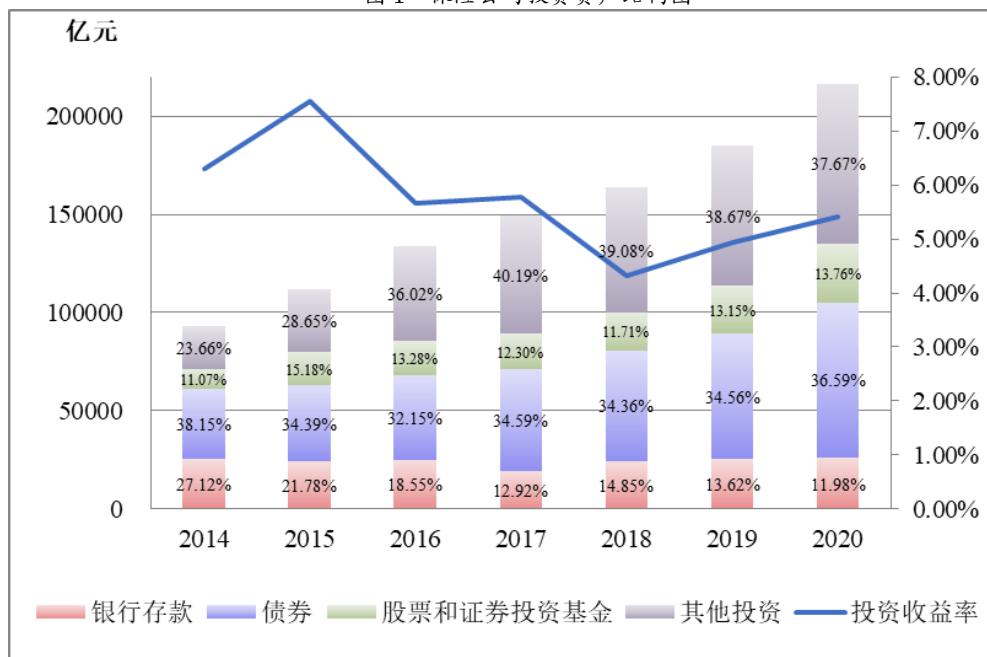
从赔付支出来看，2020年以来，鉴于此次新冠病毒感染的死亡率较低，从实际结果来看保险公司最终的身故赔付金额相对不高，新冠疫情肺炎对寿险业务的赔付支出影响不大，但医疗费用的索赔使得健康险业务赔付支出压力加大；财产险方面，由于经济下行且频繁踩雷，保险公司保证信用等险种的赔付支出规模较大，承保亏损规模较大，此外车险综合改革的推进亦压缩了传统财险第一大险种车险业务的利润空间。2020年，保险公司累计赔付支出1.39万亿元，同比增长7.86%；其中，财产险业务

累计赔付支出6955亿元，同比增长6.97%；人身险业务累计赔付支出6952亿元，同比增长8.76%，从细分业务来看，寿险业务赔付支出3715亿元，同比下降0.75%；健康险业务赔付支出2921亿元，同比增长24.23%；意外险业务赔付支出316亿元，同比增长6.17%。在全年原保险保费收入增速小于赔付支出增速的情形下，保险公司承保利润空间被进一步挤压。

投资收益方面，2020年以来，新冠肺炎疫情短期内加剧了非标资产供给不足的问题，同时随着信用风险暴露的逐步加剧，保险公司亦加大了对非标项目的风险排查力度，非标资产配置比例进一步下降；另一方面，随着2020年4月疫情逐步控制后货币政策的收紧，利率水平重回上升通道，叠加2020年地方政府专项债、抗疫特别国债发行量的显著增长，长久期资产供给的增多亦使得保险公司债券配置力度相应增加。此外，在2019—2020年国内股票市场持续回暖的情况下，保险公司权益类投资规模和收益水平不断提升。截至2020年末，国内保险资金运用余额21.68万亿元，较上年末增长17.02%。从投资资产结构来看，截至2020年末，保险公司银行存款与债券投资合计占总资金运用金额的比例为48.57%，较2019年末上升0.39个百分点；股票和证券投资基金占比13.76%，上升0.60个百分点；其他投资占比37.67%，下降1.00个百分点。从投资收益情况来看，2020年保险公司投资收益水平明显提升，全年实现投资收益9570.94亿元，同比增长40.81%，投资收益率为5.41%，较2019年末提升其中证券投资基金和股票是投资收益率最高的两类资产，投资收益率分别为12.19%和10.87%。

在承保利润增长受限的情况下，投资收益水平的大幅提升带动保险公司利润规模的增长，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

2020 年，民生人寿公司治理体系有效运营，并不断完善适应自身经营发展的公司治理架

构；股权结构未发生变化，但公司股东更换问题仍需关注；股份被质押的比例较低，关联交易可控。

截至 2020 年末，民生人寿注册资本 60.00 亿元。其中，国有股占 6.17%，为中国有色金属建设股份有限公司所持有的股份；民营社团法人股占 93.10%，外资股占 0.73%。

民生人寿单一最大股东为中国万向控股有限公司，持股比例为 37.32%，万向控股的实际控制人为自然人鲁伟鼎。万向控股是国内大型的金融投资和实业投资运营平台，以控股和参股的方式对保险(人寿保险)、互联网金融(第三方支付、金融数据服务、区块链技术等)、其他金融业务(信托、期货、租赁)、清洁能源、矿业等板块进行投资，获取长期稳定的投资回报。目前，万向控股已形成了以民生人寿为金融投资业务运营主体，以通联支付为第三方支付业务运营主体，以普星聚能为清洁能源业务运营主体，以万向信托、万向租赁、通惠期货为其他金融业务运营主体，以新疆硝石钾肥和洛阳氟钾科技股份有限公司为矿业板块运营主体的经营格局。截至 2020 年末，万向控股资产总额 1559.00 亿元，较上年末增长 14.90%；所有者权益 207.01 亿元，较上年末增长 4.93%；2020 年实现营业收入 62.62 亿元，同比增长 19.05%。民生人寿第五大股东上海冠鼎泽有限公司与万向控股为一致行动人，实际控制人均为鲁伟鼎，故民生人寿实际控制人鲁伟鼎通过上述两家公司直接及间接持有公司 43.84%的股权。

截至本报告出具日，民生人寿第三大股东海鑫钢铁集团有限公司(以下简称“海鑫钢铁”)处于破产重整阶段，责任股东万向控股已协调相关方面就海鑫钢铁持有的股份处置事项进行协商，并将依据监管有关规定及时做好股权处置的信息披露及监管报备工作，确保股权处置工作合法合规顺利完成。海鑫钢铁的破产预计不会对公司日常经营管理、治理结构及财务状况产生不利影响，未来处置进度和方案可行性需持续关注。

股权质押方面，截至 2020 年末，民生人寿

股东出质的股权占总股本的 4.41%，质押比例较低。第二大股东通联资本管理有限公司因股权转让纠纷事项部分股权被冻结，被冻结股权占公司股本的 4.70%。

民生人寿构建了由股东大会、董事会、监事会、高级管理层组成的“三会一层”公司治理架构，并制定了相关议事规则；2020 年，公司董监高成员构成情况均未有重大变化。截至 2020 年末，民生人寿董事会由 9 名董事构成，其中独立董事 3 名；监事会由 3 名监事构成，其中职工监事 1 名。公司董事长鲁伟鼎先生兼任万向控股董事长、万向信托股份公司监事长、万向集团董事长及首席执行官、万向三农集团有限公司董事长。民生人寿监事会由 3 名监事构成，其中职工监事 1 名。高级管理层是民生人寿的执行机构。民生人寿高级管理层由 6 名成员组成，其中首席执行官由董事长鲁伟鼎先生兼任、首席财务官 1 名(兼任首席风险官)、合规负责人 1 名(法律责任人)、总精算师 1 名、审计责任人 1 名、其余为执行委员。民生人寿高级管理人员学历较高，均具有丰富的金融行业或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。

为进一步落实《保险公司关联交易管理办法》(银保监发〔2019〕35 号)的要求，2020 年，民生人寿调整了关联交易管理架构，并制定相应议事规则，修订并印发了《民生人寿关联交易管理办法》及《民生保险控股子公司关联交易管理指引》，进一步优化并完善了关联交易管理架构及制度体系。2020 年，公司重大关联交易及统一交易协议 3 笔，交易总额为 3.60 亿元；一般关联交易总额为 1.62 亿元。其中，利益转移类关联交易额为 0.29 亿元、提供货物或服务类关联交易额为 0.14 亿元、资金运用类关联交易额为 1.19 亿元。截至 2020 年末，公司关联交易规模不大，且均在监管要求范围之内。

根据民生人寿 2021 年第一季度偿付能力报告披露，公司在 2020 年第三季度和 2020 年第四季度的“风险综合评级(分类监管)”评价

中均被评定为 A 类，公司内部控制体系较为完善，各项制度符合监管要求。2020 年度，民生人寿无重大监管机构处罚事项。

五、业务经营分析

1. 经营概况

民生人寿秉持“让民生确定、为民生服务”的经营纲领，2020 年以来，各项业务保持了稳健经营、持续发展的经营风格，保险业务稳步发展，业务结构持续向好。但另一方面，公司

品牌认可度相对不高，在产品、服务、销售模式等方面创新机制有待完善，尚未在同业中形成较强的影响力。

(1) 保险业务

2020 年，民生人寿原保险保费收入有所增长，但新冠肺炎疫情导致新单规模保费下降，原保险保费收入增速有所放缓；在渠道发展上仍以个人代理渠道为核心，产品种类以分红寿险、传统寿险和健康险为主，公司内含价值进一步提升，为业务长期发展提供了一定基础。

表 5 业务经营及市场排名 单位：亿元、%

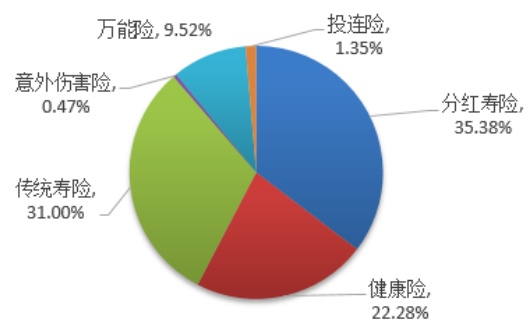
项 目	金 额			较上年度变动情况	
	2018 年	2019 年	2020 年	2019 年	2020 年
原保险保费收入	115.18	123.33	125.31	7.08	1.61
原保险保费收入市场份额	0.44	0.42	0.52	/	/
规模保费	119.54	135.47	140.58	7.54	3.77

数据来源：中国银保监会官网、民生人寿提供资料，联合资信整理

民生人寿持续优化业务结构，以长期储蓄和风险保障型产品为主要发展方向，传统寿险及健康险占比持续提升，业务结构逐步优化。民生人寿保险业务产品种类包括分红寿险、传统寿险、健康险、投连险和寿险附加万能险等（见图表 6）。2020 年，民生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；分红寿险业务收入有所降低，但考虑到分红寿险的业务连续性，分红寿险业务规模及占比仍较高。截至 2020 年末，上述三类保险业务收入合计占规模保费的比重为 88.66%。2020 年以来，民生人寿适度开展中长期万能险业务，以补充资金来源，万能险收入较上年略有提升；并在资本市场持续回暖的背景下，公司新增了少量的投连险业务。

万能险	4.36	12.14	13.38
投连险	--	--	1.90
规模保费	119.54	135.47	140.58

2020 年民生人寿各险种保费收入构成及占比情况



数据来源：民生人寿提供资料，联合资信整理

图表 6 保险业务收入结构 单位：亿元

项 目	2018 年	2019 年	2020 年
分红寿险	58.24	54.47	49.74
健康险	26.25	29.42	31.32
传统寿险	30.25	38.92	43.58
意外伤害险	0.44	0.52	0.66
原保险保费	115.18	123.33	125.31

2020 年以来，民生人寿优化保险产品期限结构，期缴续期保费收入占比持续提升，保费结构得到进一步改善。2020 年，随着以趸缴为主的银行邮政代理渠道业务规模进一步压缩，民生人寿趸缴业务保费收入下降。民生人寿不断加强高价值、期限长的期缴业务的推动力度，期缴业务保费收入实现增长；但受疫情影响，个险新单期缴业务拓展难度加大，期缴首年保费收入较上年有所下降。

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	4.05	4.32	1.32
期缴业务首年保费收入	12.44	14.38	11.64
期缴业务续期保费收入	98.69	104.64	112.35
合计	115.18	123.33	125.31

数据来源：民生人寿提供资料，联合资信整理

2020 年，个人代理仍为民生人寿最重要的销售渠道，但新冠肺炎疫情导致个人代理渠道保费收入增速明显放缓。在保险业务回归保障本源的监管政策导向下，民生人寿坚持以价值率高的个人代理渠道为核心开拓保险业务，个险渠道保险业务收入占比保持在较高水平，银行邮政代理渠道、中介代理和其他渠道对保险

业务收入贡献度较低。民生人寿个险渠道业务聚焦中等收入用户群体，主要依托分支机构开展。2020 年，民生人寿进一步完善覆盖全国的机构服务网络，通过搭建专业培训体系和服务营销体系，不断提高队伍销售能力和产能，并借助金融科技提升营销队伍销售技能及服务效率。但另一方面，新冠肺炎疫情对线下传统代理人队伍及业务拓展带来较大不利影响，民生人寿个人代理业务保费收入增速明显放缓。公司银行邮政代理渠道主要用于开发功能性期缴产品；随着互联网技术的成熟以及互联网金融的发展，民生人寿正逐步构建网络销售渠道，以拓宽客户营销领域，开拓保费收入新来源，因此 2020 年，其他渠道保费收入有所增长。

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	111.88	131.68	135.24	93.59	97.21	96.20
银行邮政代理	3.83	0.20	0.09	3.20	0.14	0.06
中介代理	3.46	3.32	3.13	2.89	2.45	2.23
其他渠道	0.36	0.27	2.13	0.30	0.20	1.52
合计	119.54	135.47	140.58	100.00	100.00	100.00

数据来源：民生人寿提供数据，联合资信整理

随着个险渠道业务以及期缴保费规模的增长，公司内含价值保持增长态势。民生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 11.5% 的中心假设计算，民生人寿内含价值情况见表 9。2020 年以来，随着内含价值相对较高的传统寿险业务以及期缴业务的发展，民生人寿有效业务价值和公司内含价值均有所提升，但因 2020 年新单规模保费下降导致新业务价值有所下降。

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	65.99	77.04	94.19
公司内含价值	197.24	231.63	266.72
新业务价值	9.50	10.81	7.92

数据来源：民生人寿提供数据，联合资信整理

（2）投资业务

2020 年，民生人寿投资业务规模进一步上升，投资收益率有所回升；固收及权益类投资占比较高，投资资产违约规模小，信用风险相对可控。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，未来投资资产面临的相关风险值得关注。

民生人寿主要将资金委托给旗下全资子公司民生通惠来开展投资业务。民生人寿在总部层面上建立了由科技与投资管理委员会及战略投资部等构成的投资决策体系，并制定了《投资管理办法》和《委托投资管理办法》，以强化对投资资金运用的控制；同时，在子公司层面上，民生通惠建立了前、中、后台分立的投资业务组织架构，并不断加强

内部信用评级体系建设，强化对投资交易对手资信管理。2020 年，随着保险业务的稳步发展，可运用的保险资金规模进一步扩大，投资业务规模较上年末有所增长。从投资结构来看，民生人寿进一步扩大投资组合中固定收益类资产的比重，权益类投资占比变化不大。

民生人寿投资资产中固定收益类资产占比较高。2020 年，民生人寿加大债券配置力度，固定收益类资产规模有所增长。截至 2020 年末，民生人寿固定收益类资产投资余额 693.75 亿元，占投资资产总额的 61.83%。其中，债券投资余额 519.74 亿元，投资种类主要为政府债券、金融债券和非金融企业债券，外部评级基本为免评级和 AAA，其中企业债券主要投向公用事业、交通运输、建筑装饰等；债券型基金和固收类资管产品的底层投向主要为国债、政策性金融债、短期融资券、协议存款、同业存单等。截至 2020 年末，公司持有债券违约金额 1.50 亿元，计提减值准备 0.91 亿元。

不动产投资方面，民生人寿基础设施债权计划投资底层资产主要为大型央企、国有企业为融资主体或担保主体的项目，投向投资于道路、环保、化工等基础设施民生领域，投资期限主要为 5 年以上，资金用途主要用于项目开发建设、运营及调整债务结构等；公司投资的基础设施债权计划融资人均为国有企业，风险相对较低。不动产债权投资计

划主要以优化资产配置，实现账户资产负债合理匹配及多样化投资结构为目的，主要投资于上海、深圳、南京、武汉等一二线城市，公司投资的不动产债权计划平均期限约为 4 年；公司投资性房地产要集中于浙江、上海、北京等经济发达地区。截至 2020 年末，公司不动产债权投资计划中的 1 笔 1.00 亿元不动产债权投资计划构成违约，已计提减值损失 0.84 亿元。

权益类资产投资方面，民生人寿将资金主要配置于股票和股权投资。2020 年公司新增对通联支付的股权投资，持股比例为 41.10%，因取得额外的表决权比例，获得对通联支付的控制权。2020 年，由于浙商银行股份有限公司成功上市，公司的未上市企业股权规模下降，股票投资规模则呈上升。民生人寿股票和权益类资管产品重点投资食品饮料、医药生物和电气行业，得益于股票市场重点持仓板块的良好走势以及长期股权投资被投资企业较好的经营业绩，民生人寿权益投资实现了较好的投资收益和账面浮盈。

2020 年，民生人寿其他金融资产类主要为信托计划投资，均为融资类信托计划，项目平均投资期限约为 3 年，配置力度有所下降，行业主要集中在非银金融、房地产和化工行业。截至 2020 年末，公司持有的 1 笔 0.50 亿元信托计划构成违约，目前该项目已协议展期，需关注该笔资产的回收处置情况。

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	151.82	67.46	17.03	16.01	6.60	1.52
货币型基金	0.28	0.62	4.15	0.03	0.06	0.37
活期存款	2.49	25.74	3.17	0.26	2.52	0.28
逆回购协议	110.55	21.11	2.76	11.66	2.06	0.25
短期融资券（含超短融）	5.37	1.34	4.66	0.57	0.13	0.42
其他流动性管理工具	33.13	18.65	2.30	3.49	1.82	0.20
固定收益类资产	520.72	578.50	693.75	54.90	56.58	61.83
银行存款	91.62	66.11	40.95	9.66	6.47	3.65
债券	330.41	364.07	519.74	34.84	35.61	46.32
债券型基金	/	7.73	9.42	/	0.76	0.84
固收类资管产品	98.69	140.58	123.64	10.41	13.75	11.02
权益类资产	166.07	215.27	238.48	17.51	21.05	21.25

股票	5.73	8.69	55.65	0.60	0.85	4.96
股票/混合型基金	4.46	4.37	3.18	0.47	0.43	0.28
权益类资管产品	67.63	95.03	120.00	7.13	9.29	10.70
永续债	1.60	/	/	0.17	/	0.00
未上市企业股权	86.65	107.18	59.65	9.14	10.48	5.32
不动产类资产	85.99	91.60	114.49	9.07	8.96	10.20
自用不动产	1.16	1.98	1.98	0.12	0.19	0.18
投资性房地产	58.93	64.50	69.39	6.21	6.31	6.18
基础设施债权计划	2.30	10.01	15.83	0.24	0.98	1.41
基础设施股权计划	4.00	4.01	4.01	0.42	0.39	0.36
不动产债权投资计划	19.60	11.11	23.28	2.07	1.09	2.07
其他金融资产	23.83	69.69	58.26	2.51	6.82	5.19
信托计划	17.99	67.65	54.17	1.90	6.62	4.83
项目资产支持计划	4.63	1.94	0.74	0.49	0.19	0.07
专项资产管理计划	1.21	0.10	3.35	0.13	0.01	0.30
投资资产合计	948.44	1022.52	1122.01	100.00	100.00	100.00

数据来源：民生人寿提供数据，联合资信整理

六、财务分析

民生人寿提供了 2020 年财务报表及偿付能力报告，毕马威华振会计师事务所（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。2020 年，民生人寿纳入合并财务报表范围的主体较上年增加 1 户，为通联支付网络服务股份有限公司。

1. 盈利能力

2020 年，民生人寿保险业务收入和已赚保费增幅放缓，但在投资收益水平显著提升的带动下，净利润持续增长，盈利水平保持在较好水平。2020 年，一方面受新冠疫情影响，民生

人寿业务拓展面临一定阻力；另一方面，民生人寿持续调整保险业务结构，压降趸缴业务规模，全年保险业务收入增速放缓。保险业务成本方面，2020 年，民生人寿赔付支出有所增长，主要是当年较大规模的分红保单集中满期导致的给付数额增长所致；民生人寿手续费及佣金支出有所下降，但随着代理及渠道投入的增加，当年职工薪酬支出显著上升，致使整体业务成本较上年同期上升较为明显。2020 年，由于长期健康险业务规模的增长，民生人寿当年提取了较大规模的相关责任准备金，使得提取保险责任准备金规模有所上升。从成本管控方面来看，由于将通联支付纳入合并报表带来的业务及管理费增长，民生人寿综合费用率有所增长，成本管控能力有待提升。

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	114.14	121.53	123.81	6.47	1.88
保险业务收入	115.18	123.33	125.31	7.08	1.61
减：分出保费	0.94	1.67	-1.53	/	/
净承保保费收入	114.24	121.66	126.84	/	/
减：提取未到期责任准备金	0.10	0.13	0.03	/	/
保险业务支出	52.77	54.84	68.27	3.92	24.49
赔付支出	21.68	23.45	28.04	/	/
减：摊回赔付支出	0.54	0.82	1.00	/	/
手续费及佣金支出	12.74	13.42	11.93	/	/

业务及管理费	18.70	18.69	29.04	/	/
提取保险责任准备金	35.69	69.28	80.27	/	/
减：摊回保险责任准备金	0.03	0.21	0.10	/	/
综合费用率	28.52	27.85	31.30	/	/
手续费及佣金率	11.06	10.88	9.52	/	/

数据来源：民生人寿审计报告，联合资信整理

2020年，民生人寿投资收益显著上升，投资收益率水平明显高于上年，一方面由于固定收益类资产配置力度加大，利息收入有所增加；一方面得益于股票市场较好走势下股票投资收入显著增加。

表 12 投资收益情况 单位：亿元、%

项 目	2018 年	2019 年	2020 年
投资收益	36.07	49.60	62.32
公允价值变动损益	-4.34	7.75	18.62
减：投资资产减值准备	2.45	7.83	13.51
其他类投资收益	2.40	2.76	4.71
总投资收益	36.58	67.94	99.16
投资资产总额	948.44	1022.52	1122.01
投资收益率	3.12	5.08	6.74

注：其他类投资收益=其他业务收入中资产管理费收入+活期存款利息收入+投资性房地产租金收入；投资收益率为民生人寿提供；因四舍五入，数据加总存在偏差

数据来源：民生人寿审计报告及提供资料，联合资信整理

2020年以来，民生人寿退保金规模和综合退保率显著下降，主要是由于之前年度销售的中短存续期产品已陆续度过退保高峰期，同时近几年主要销售的产品均为长期险种所致。

表 13 退保情况 单位：%

项 目	2018 年末	2019 年末	2020 年末
综合退保率	6.04	5.74	4.39
退保金	37.52	11.82	8.30

数据来源：民生人寿审计报告及提供资料，联合资信整理

2020年受疫情影响，民生人寿保费收入增幅不大，但投资收益提升带动当年利润实现进一步增长。从盈利指标来看，民生人寿总资产收益率和净资产收益率均保持在较好水平（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	3.29	21.81	28.84

净利润	5.15	18.71	23.26
总资产收益率	0.51	1.69	1.77
净资产收益率	4.49	14.12	13.82

数据来源：民生人寿审计报告及财务报表，联合资信整理

2. 流动性

民生人寿资产负债期限错配及流动性风险可控。

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，2020年相应增加了长久期国债的配置。截至2020年末，民生人寿资产久期为5.35年，负债久期为11.15年，目前公司资产负债期限错配风险可控。

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年以来，民生人寿可快速变现资产规模有所增加，占资产总额的比重持续提升，公司整体流动性状况较为稳定。

从负债端看，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	790.37	705.34	985.82
可快速变现资产/资产总额	72.40	62.49	65.86
保险合同准备金	507.57	577.10	657.32
准备金赔付倍数	8.57	16.36	18.09
未来 1 年内的综合流动比率	177	147	185
流动性覆盖率（压力情景 1）	5103	1539	5457
流动性覆盖率（压力情景 2）	5469	2784	6072

数据来源：民生人寿审计报告及偿付能力报告，联合资信整理

2020 年,民生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。截至 2020 年末,民生人寿短期流动性比率及流动性覆盖率等指标结果良好。根据民生人寿精算假设及 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,民生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,民生人寿 1 年内综合流动比率为 185%,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;根据民生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,民生人寿通过发行资本补充债券的方式补充资本,同时得益于较好的利润留存效应,偿付能力逐步提升。

在资本补充方面,2020 年,民生人寿成功发行 15.00 亿元资本补充债券,资本实力进一步提升。2020 年,民生人寿未进行现金分红,

主要通过利润留存的方式补充资本,实际资本有所增长。截至 2020 年末,民生人寿所有者权益合计 192.81 亿元,其中实收资本 60.00 亿元,资本公积 27.17 亿元,未分配利润 57.01 亿元。

民生人寿认可负债主要由未到期责任准备金、卖出回购证券及保户储金及投资款组成,认可资产主要由投资类资产及流动性管理工具为主。2020 年以来,民生人寿投资资产小幅增长,进而带动认可资产规模呈上升趋势,同时受未到期责任准备金、卖出回购证券及保户储金及投资款等金融负债规模持续增加的影响,认可负债规模呈上升趋势,认可资产负债率保持在较稳定水平。民生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,随着保险业务和投资业务的发展,民生人寿保险风险最低资本、市场风险最低资本、信用风险最低资本等均有所上升,偿付能力最低资本总额有所增长,但公司通过优化产品结构、投资结构等方式控制最低资本的增长速度,年末偿付能力充足率较上年同期有所增长。

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	1091.72	1128.54	1496.76
负债总额	970.52	984.60	1303.95
注册资本	60.00	60.00	60.00
所有者权益	121.20	143.94	192.81
认可资产	995.88	1062.40	1164.14
认可负债	766.23	808.04	879.86
实际资本	229.65	254.36	284.28
其中:核心一级资本	199.72	236.86	269.28
最低资本	70.35	86.27	92.06
认可资产负债率	76.94	76.06	75.58
核心偿付能力充足率	284	275	292
综合偿付能力充足率	326	295	309
综合偿付能力充足率(行业平均水平)	241	240.7	239.6

注:行业平均综合偿付能力充足率数据来源 wind

数据来源:民生人寿偿付能力报告,联合资信整理

八、债券偿付能力分析

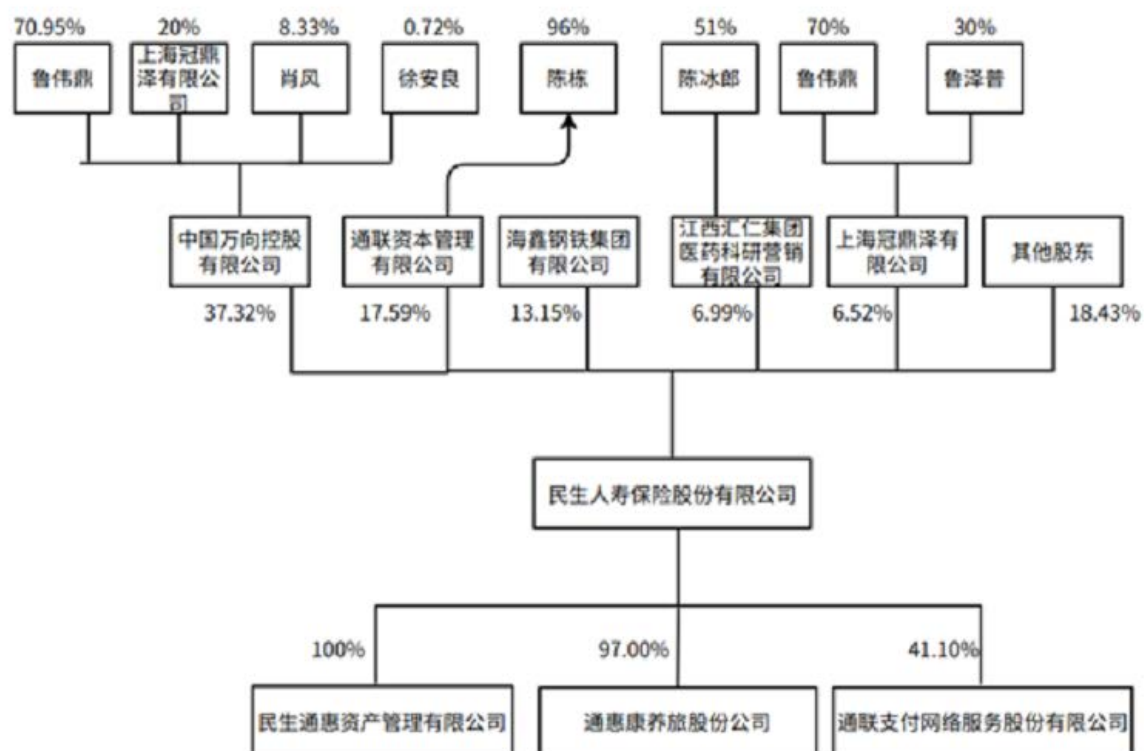
截至本报告出具日，民生人寿已发行且尚在存续期内的资本补充债券本金 15 亿元。资本补充债券本金的清偿顺序和利息支付顺序列于保单责任和其他普通负债之后，股权资本等核心资本工具之前；假若民生人寿无法如约支付本息时，该资本工具的权益人无权向法院申请对保险公司实施破产清偿。存续期内的资本补充债券债券设定 1 次公司选择提前赎回的权利。在行使赎回权后发行人的综合偿付能力充足率不低于 100% 的情况下，经报中国人民银行和中国银保监会备案后，发行人可以选择在第 5 个计息年度的最后一日，按面值全部或部分赎回债券。

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，综合考虑民生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，联合资信认为民生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

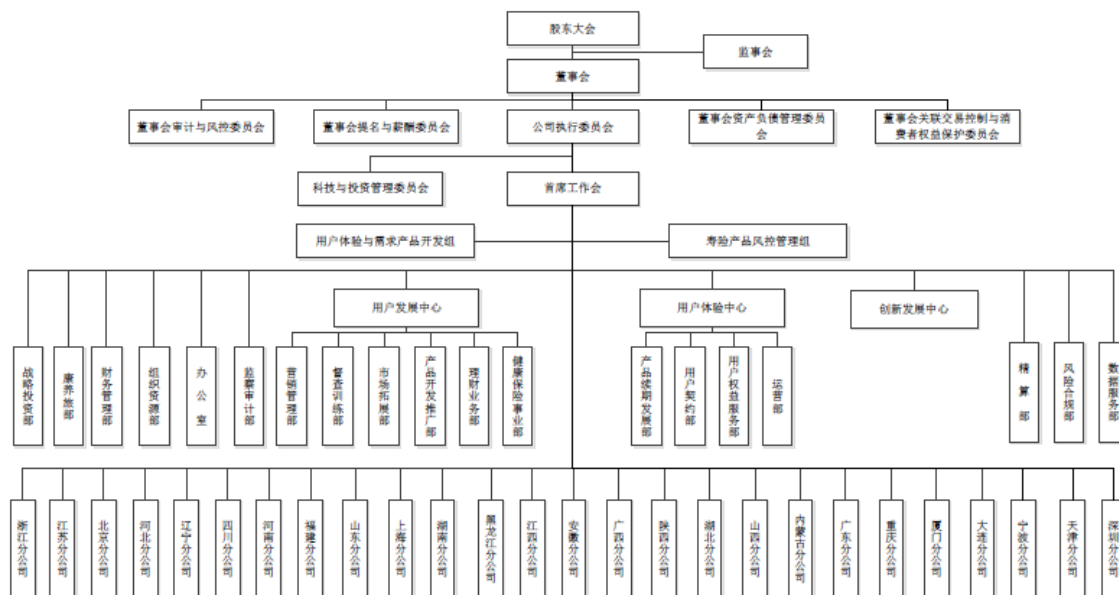
综合上述对民生人寿公司治理、内部控制、业务经营、风险管理以及财务状况等方面综合分析，联合资信认为，在未来一段时间内民生人寿信用水平将保持稳定。

附录 1 截至本报告出具日民生人寿股权结构图



资料来源：民生人寿提供，联合资信整理

附录 2 截至本报告出具日民生人寿组织架构图



资料来源：民生人寿提供，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。