

信用评级公告

联合〔2021〕7394号

联合资信评估股份有限公司通过对合众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，确定下调合众人寿保险股份有限公司主体长期信用等级为 AA⁻，下调“21 合众人寿”信用等级为 A⁺，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

二〇二一年七月二十九日

合众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
合众人寿保险股份有限公司	AA ⁻	稳定	AA	稳定
21 合众人寿	A ⁺	稳定	AA ⁻	稳定

跟踪评级债项概况：

债券简称	发行规模	债券期限	到期兑付日
21 合众人寿	20 亿元	(5+5) 年	2031-04-29

评级时间：2021 年 7 月 29 日

主要数据

项目	2018 年末	2019 年末	2020 年末
资产总额(亿元)	844.36	1022.86	1214.58
负债总额(亿元)	783.83	955.03	1143.80
保险合同准备金(亿元)	478.24	555.67	689.88
股东权益(亿元)	60.53	67.83	70.78
注册资本(亿元)	42.83	42.83	42.83
核心偿付能力充足率(%)	152.65	143.33	132.52
综合偿付能力充足率(%)	197.55	174.91	158.28
项目	2018 年	2019 年	2020 年
营业收入(亿元)	169.57	211.59	252.28
已赚保费(亿元)	147.67	167.69	189.10
净利润(亿元)	-8.50	5.01	6.41
投资收益(亿元)	18.05	40.30	53.52
投资资产收益率(%)	2.05	4.91	5.79
综合退保率(%)	16.85	9.27	7.56
综合费用率(%)	29.06	27.61	20.87
手续费及佣金率(%)	10.39	11.11	9.45
总资产收益率(%)	--	0.54	0.57
净资产收益率(%)	--	7.81	9.25

数据来源：合众人寿审计报告及提供资料，联合资信整理

评级观点

联合资信评估股份有限公司(以下简称“联合资信”)对合众人寿保险股份有限公司(以下简称“合众人寿”或“公司”)的评级反映了2020年以来,公司在全国范围内营销网络广泛、个险渠道基础夯实、保险业务规模持续增长且结构不断优化等方面的优势。同时,联合资信也关注到,合众人寿投资资产信用风险管控压力较大、监管评级下调等因素对其经营发展及信用等级可能带来的不利影响。

未来,合众人寿将坚持价值成长,推动高质量、高价值业务的发展,加大中长期保障型产品的拓展力度,推动业务健康可持续发展,业务结构有望进一步优化。另一方面,公司在房地产行业投资的非标资产规模较大,投资业务集中度高,且部分非标投资资产已发生违约,未来违约投资资产的处置回收以及投资资产质量的迁徙情况值得关注。此外,保险费率改革、市场竞争的加剧、市场环境的不确定性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下调合众人寿保险股份有限公司主体长期信用等级为 AA⁻, 下调“21 合众人寿”信用等级为 A⁺, 评级展望为稳定。该评级结论反映了合众人寿保险股份有限公司资本补充债券的违约风险较低。

优势

1. 个险渠道发展基础夯实, 银保渠道快速发展。公司在全国范围内的营销网络覆盖广泛, 且已有多年的渠道运营历史, 2020 年个险渠道保费收入虽有所下降, 但仍然为公司最主要的业务渠道, 在同业中形成了较强的竞争优势; 2020 年, 公司加大银保渠道的拓展力度, 并推动银保渠道价值转型, 银

分析师

王柠 袁宇豪

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

保渠道对保费收入和业务价值的贡献度明显提升。

2. **业务品质逐步提升。**2020年，公司持续推动业务价值转型，大力拓展中长期险种产品业务，险种期限结构持续改善，保单品质和业务价值逐步提升。
3. **盈利水平稳步提升。**2020年，公司保险业务发展整体向好，投资收益有所增长，盈利水平较之前年度进一步提升。

关注

1. **公司治理有待提升。**公司监事会成员存在空缺情况，对公司业务经营稳定性的影响有待观察，公司治理机制有待完善。
2. **投资资产质量的信用风险管控压力较大。**公司投资资产中投向于商业地产和不动产项目的投资规模较大，客户和行业集中度均较高，相关行业政策变化易对不动产投资产生影响；部分非标投资已出现违约，投资资产质量的管理压力较大，减值计提对于风险资产的覆盖情况以及相关风险需持续关注。
3. **监管评级下调，风险管理水平有待提升。**2020年第4季度，合众人寿因操作风险得分较低等原因被监管下调其评级至C，监管评级下调对其业务经营等方面可能产生的影响需保持观察，同时表明其风险管理水平有待提升。

声 明

一、本报告引用的资料主要由合众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。

合众人寿保险股份有限公司

2021年跟踪信用评级报告

一、主体概况

合众人寿保险股份有限公司（以下简称“合众人寿”或“公司”）成立于2005年1月，是由北京永泰房地产开发有限责任公司（以下简称“永泰房地产”）等6家民营企业于发起设立的一家综合性人寿保险公司，初始注册资本为3.00亿元。经多次增资扩股及股权转让后，截至2020年末，公司注册资本为42.8277亿元，均为实收资本，股东包括5家民营企业和1家外资（日本）人寿保险公司，单一最大股东为中发实业（集团）有限公司（以下简称“中发实业集团”），根据偿付能力报告披露无控股股东和实际控制人，股东持股情况见表1。

表1 2020年末股东持股情况 单位：%

序号	股东名称	持股比例
1	中发实业（集团）有限公司	46.056
2	斯迈特投资有限责任公司	18.478
3	西藏德凡创业投资管理有限公司	13.865
4	西藏楚汉经贸有限公司	13.859
5	西藏天信杰科技有限公司	4.435
6	太阳生命保险株式会社	3.307
合计		100.00

数据来源：合众人寿提供，联合资信整理

截至2020年末，合众人寿开业机构共有620家，其中包括湖北、山东、北京、黑龙江、浙江、湖南、安徽、河南等27家分公司，187家中心支公司和406家营销服务部；共有员工6017人，其中总公司员工732人，分公司员工5285人。

合众人寿注册地址：湖北省武汉市江汉区沿江一号MALL写字楼B座11F、12F。

合众人寿法定代表人：戴浩。

二、已发行债券概况

合众人寿于2021年4月发行资本补充债券20亿元，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	兑付日期
21合众人寿	20亿元	5.50%	(5+5)年	2031-04-29

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%¹，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%²，低于往年同期水平，主要是受到疫情反复、

¹ 文中GDP增长均为实际增速，下同。

² 为剔除基数效应影响，方便对经济实际运行情况进行分析判断，文中使用的两年平均增长率为以2019年同期为基期进行比较计算的几何平均增长率，下同。

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。

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。

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

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。

3. 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

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 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

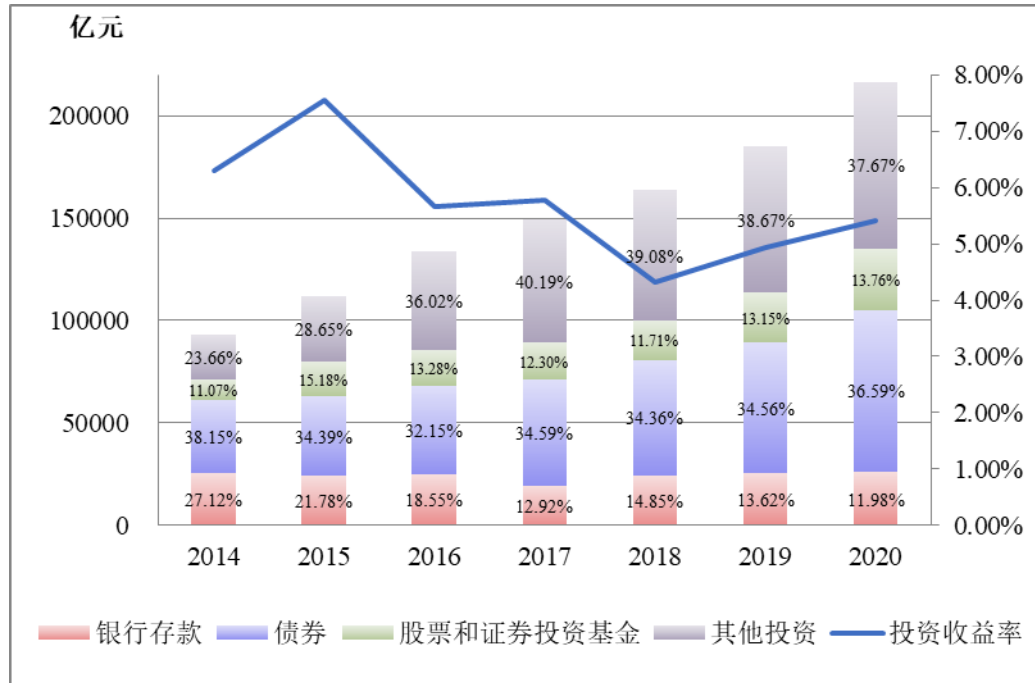
推进亦压缩了传统财险第一大险种车险业务的利润空间。2020年，保险公司累计赔付支出1.39万亿元，同比增长7.86%；其中，财产险业务累计赔付支出6955亿元，同比增长6.97%；人身险业务累计赔付支出6952亿元，同比增长8.76%，从细分业务来看，寿险业务赔付支出3715亿元，同比下降0.75%；健康险业务赔付支出2921亿元，同比增长24.23%；意外险业务赔付支出316亿元，同比增长6.17%。在全年原保险保费收入增速小于赔付支出增速的情形下，保险公司承保利润空间被进一步挤压。

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增大，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。

4. 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，合众人寿公司治理情况正常运行，但监事会尚有少数人员空缺情况，对公司治理、内部控制产生一定的影响，需关注未来相关人员上任后对公司治理、业务经营、发展方向等方面产生的变化情况；股权质押比例较高，对股权稳定性的影响需保持一定关注；监管评级被下调，相关风险需要关注。

合众人寿成立于2005年，最初由永泰房地产、华京投资股份有限公司（已更名为“普盛达投资股份有限公司”）、哈尔滨通泰投资股份有限公司（已更名为“斯迈特投资有限责任公司”）、黑龙江天信杰投资有限公司（已更名为“西藏天信杰科技有限公司”）、湖北楚汉经贸有限公司（已更名为“西藏楚汉经贸有限公司”）和湖北德凡投资有限公司（已更名为“西藏德凡创业投资管理有限公司”）6家民营企业发起设立，初始注册资本为3.00亿元，经多次增资扩股及股权转让后，截至2020年末，合众人寿注册资本增至42.8277亿元，中发实业集团自此成为公司最大股东；公司无实际控制人。股权对外质押方面，截至2020年末，中发实业集团和斯迈特投资有限责任公司将其部分股份对外质押，质押出质额分别为4.25亿元和5.48亿元，分别占其所持公司股份的21.55%和69.25%，上述质押股权合计占全部股份的22.72%。截至2021年3月末，上述两家公司的股份质押数据则分别下降至2.93亿元和2.48亿元，占其所持公司股份的

比例分别降至14.85%和31.34%，质押股权合计占全部股份降至12.63%。

公司第一大股东中发实业集团成立于1997年，总部位于北京，是一家产业辐射全国的大型民营投资企业集团，集团旗下的产业涵盖金融（保险、典当、资产管理、小额贷款、投资担保等）、房地产（开发、酒店、商管、物业管理等）、制药等行业，实际控制人为戴浩。截至2020年末，中发实业集团资产总额354.63亿元，所有者权益110.14亿元；2020年营业收入38.02亿元，净利润0.49亿元。作为公司的最大股东，中发实业集团采取向公司派驻董事、监事，并推荐高管等形式参与公司管理；在业务发展、资本补充等方面给予公司较大的支持。

合众人寿董事会由14名董事构成，截至2020年末已任命10名董事，其中独立董事2名，执行董事2名，非执行董事6名；另有4名董事需待中国银保监会湖北监管局任职资格核准后正式任命履职。现有10名董事中共有8名股东董事，由股东中发实业集团提名4名，西藏德凡创业投资管理有限公司提名1人，西藏楚汉经贸有限公司提名1人，西藏天信杰科技有限公司提名1人，太阳生命保险株式会社提名1人。合众人寿的董事长戴浩先生，现任中发实业集团董事局主席，曾任哈尔滨市华鑫工贸公司总经理、哈尔滨市金福典当行副总经理、哈尔滨市中大城市信用社董事长、业锐药业公司和鸿宁医药公司董事长兼总经理、北京永泰房地产开发有限公司董事长兼总经理等职务，具有丰富的公司管理经验。合众人寿监事会由5名监事构成，其中职工代表监事3名；外部及股东代表监事2名，由股东中发实业集团进行提名；合众人寿监事会在任成员3人，尚缺少外部及股东代表监事2名，且监事会主席的选举尚未完成，成员空缺对监督职责履行情况的影响有待观察。合众人寿高级管理层由10名成员组成，其中总经理1名，副总经理6名，董事会秘书1名，总经理助理

1 名，合规负责人 1 名。合众人寿总经理刘立新先生，本科学历，曾任中发实业（集团）有限公司副总裁、和益财富电子商务（北京）有限公司董事长、盛世合众保险销售有限公司董事长兼总经理等职务，具备丰富的商业管理经验。

从关联交易情况来看，截至 2020 年末，合众人寿与关联方之间涉及的业务主要包括租赁资产的出租和承租、接受劳务、投资集合资金信托计划的利息收入、存放金融机构款项等。2020 年，合众人寿与关联方之间实现租赁收入 0.26 亿元，承租产生的租赁费用 0.23 亿元，接受劳务产生费用 0.02 亿元，信托计划产生利息收入 1.24 亿元。2020 年，合众人寿 2020 年新增 2 笔关联方信托投资，分别为通过渤海国际信托股份有限公司设立的资金信托计划为股东中发集团提供融资 15.00 亿元，但在 2020 年 7 月已将该信托计划转让给第三方；通过与第三方公司设立基金 10.00 亿元对北京振瑞科技有限公司进行投资，最终用于项目建设及运营，2020 年末共持有 2 笔关联方信托计划，合计金额 22.57 亿元，其余 1 笔为存量投资，系合众人寿 2014 年购买的北京国际信托有限公司设立的集合资金信托计划，该信托计划基础资产所属融资主体为永泰房地产（集团）有限公司，期末余额 12.57 亿元。截至 2020 年末，合众人寿存放于关联方银行款项余额合计 0.15 亿元。

根据合众人寿偿付能力报告披露及提供资料，合众人寿在 2020 年第 1 季度分类监管评价中被评定为 A 类；在 2020 年第 2 季度和第 3 季度分类监管评价中被评定为 B 类，在 2020 年第 4 季度因公司操作风险项下得分较低原因监管评价被下调为 C 类。2020 年以来，合众人寿监管评级被持续下调，反映出其在风险管理方面存在一定问题，同时监管评级下调对其业务经营等方面可能产生的影响有待观察。2020 年，合众人寿三家分公司因撤销支公司、合同条款披露不完整等原因收到监管处

罚，未接受其他重大监管处罚。

2021 年 7 月，银保监会官网发布关于《关于加强规范管理促进人身保险公司年度业务平稳发展的通知》落实情况的通报（以下简称“通报”），指出部分人身险公司仍然延续粗放经营模式，靠激励政策短期内获取业务规模高速增长；其中合众人寿吉林分公司在“开门红”期间实际销售情况大幅高于报告的业务发展计划，需关注合众人寿在业务经营方面的管理问题，以及通报发出后对其业务经营产生的影响。

五、业务经营分析

1. 经营概况

合众人寿立足于湖北，27 家分公司使其业务经营能够对全国形成了较好的覆盖。2020 年，合众人寿产品经营策略坚持回归保险本源，推动保障型产品的开发销售，鼓励高价值业务，同时兼顾保费规模增长，原保险保费收入和规模保费收入均保持增长，资产规模及业务规模处于人身险行业中上水平。

2. 业务经营分析

2020 年，合众人寿保险业务收入持续增长，个险渠道保费收入有所收缩，但仍为保险业务收入的最主要来源，银保渠道的保费收入规模增幅明显，贡献度有所增加。另一方面，合众人寿万能险收入占规模保费收入的比重较大，未来业务结构有待持续优化调整。

（1）保险业务

2020 年，合众人寿持续推进高价值业务转型工作，原保险保费规模和市场占有率保持增长；规模保费亦持续扩大。截至 2020 年末，合众人寿设有 26 家分公司，覆盖 24 个省份及直辖市，代理队伍规模较为庞大，拥有 6 万余人，较之前年度有所减少，主要是保险行业呈现出代理人队伍增员承压、精简队伍的趋势，代理人发展模式进入变革期。2020 年，合众人寿加大了传统寿险业务的开展力度，分

红寿险规模明显收缩；银保渠道拓展力度加大，同时推动银保渠道价值增长，原保险保费

收入以及市场份额均有所提升；规模保费收入在万能险业务的推动下持续增加。

表 4 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	151.36	167.75	189.34	10.83	12.87
原保险保费收入市场份额	0.58	0.57	0.60	--	--
规模保费	231.47	275.20	313.84	18.89	14.04

注：表格内数据均为母公司口径保费收入

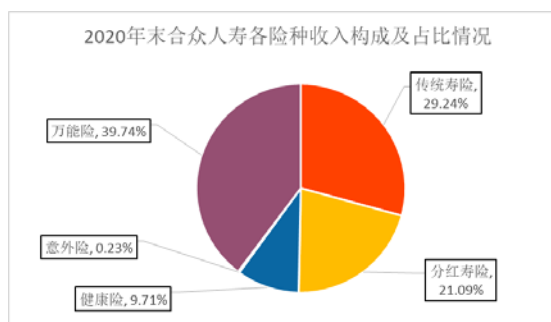
数据来源：中国银保监会官网、合众人寿提供资料，联合资信整理

2020年，合众人寿对保险业务结构变化较大，分红险规模快速下降，传统寿险成为原保险保费收入的主要来源；万能险收入持续增加。合众人寿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（见图表 5）。合众人寿根据行业发展趋势和渠道营销特点，结合自身发展战略目标，适时调整业务和产品策略。同时，为提升业务内含价值、追求业务的可持续发展，合众人寿积极响应国家养老战略，在多个省会城市布局养老产业，探索“保险+养老”的发展模式，不断更新和丰富相关产品体系，在健康险领域进行积极的探索和布局，但保险业务和养老产业产生的协同作用仍有待进一步观察。2020年以来，合众人寿大力发展增额终身寿险和年金险等高价值传统寿险业务和健康险业务，同时在客户对分红险种偏好下降导致保险行业分红寿险保费规模减少的整体趋势下降低了分红寿险的销售力度，分红寿险保费收入大幅减少；意外险收入和规模占比均较低；公司将万能险作为渠道发展的资源之一，在限额内销售万能险种来兼顾渠道建设和保费增长，规模保费增长主要是来源于万能险的追加保费，万能险收入持续增加，在当前监管要求回归本源的环境下，或面临一定的调整压力。

图表 5 保险业务收入结构 单位：亿元

项目	2018年	2019年	2020年
传统寿险	26.71	44.92	91.76

分红寿险	97.56	93.53	66.19
健康险	25.72	28.28	30.46
意外险	1.21	0.83	0.72
原保险保费	151.36	167.75	189.34
万能险	79.32	107.65	124.72
规模保费	231.47	275.20	313.84



注：表格内数据均为母公司口径保费收入

数据来源：合众人寿提供资料，联合资信整理

合众人寿保费结构以期缴业务为主，但2020年期缴业务规模有所收缩，趸交业务规模明显增加，未来随着业务结构的持续调整，保费结构有望改善。从保险产品期限结构看，2020年，合众人寿期缴业务首年保费收入有所减少，加之保险代理人团队规模收缩以及续收面访受限等因素使得长期保单的续期难度增加，期缴续期保费规模亦有所降低，期缴业务比重有待提升。另一方面，合众人寿在银保渠道加大了某款终身寿险产品的拓展力度，该款寿险产品保费收入占到合众人寿全年原保险保费收入的25%，由于该款产品提供趸交、3年交、5年交和10年交的缴费选项，使得其

趸缴业务收入明显增加，趸缴占比有所增长，未来随着业务结构持续向传统寿险等长期险种倾斜，保费结构有望改善。

表 6 保险业务收入期限结构 单位：亿元

项目	2018年	2019年	2020年
趸缴业务	5.42	11.20	37.85
期缴业务	148.01	159.18	153.67
其中：期缴业务首年	29.80	36.80	33.78
期缴业务续期	118.21	122.38	119.89
合计	153.43	170.38	191.52

注：由于此处保险业务收入口径包含了财产险（主要为短期险）保费收入，致使原保费收入规模略有差异

数据来源：合众人寿审计报告，联合资信整理

合众人寿以个险渠道为最主要的渠道来源，个险渠道发展基础较为夯实，但 2020 年以来个险渠道原保险保费收入规模有所收缩；银保渠道销售的寿险产品对保险业务收入贡献度明显上升；但其他渠道占比低，多元化程度有待提升。合众人寿主要通过个险和银保渠道开拓保险业务，并以个险渠道为主，团险、网销、电销等其他渠道实现保险业务收入规模相对较小。2020 年以来，合众人寿发挥其在个险渠道长期积累的优势，注重保障型

和长期储蓄型业务的发展，对个险渠道的依赖度仍为最高；但在新冠肺炎疫情对个险业务拓展的不利影响以及保险行业代理人佣金制度面临变革调整的背景下，代理人团队规模明显收缩，在此情况下，合众人寿注重提升人员的人均产能和收入，并在原有代理人团队的基础上创设专业化的收展团队等，加大对续保客户的营销力度，但个人代理渠道的原保险保费收入有所下滑。为了改善以往银保渠道趸缴产品对新业务价值贡献度较低的情况，合众人寿加大对银保渠道的拓展和转型力度，主要销售新业务价值率较高的类个险终身险产品，2020 年销量明显提升，推动银保渠道收入规模明显增加；合众人寿银保渠道主要的合作银行包括邮储银行、建设银行、农业银行、工商银行等，并以邮储银行为主，其他银行占比有待提升。公司团险渠道以盈利为导向，注重法人客户的经营和营销；此外，公司代理渠道业务逐步开展，该类业务有利于推动公司向价值型转型，但该类业务目前尚处于起步阶段，渠道保费占比低。

表 7 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
个人代理渠道	136.64	143.38	133.77	89.06	84.15	69.85
银行代理渠道	7.58	18.22	49.59	4.94	10.70	25.89
公司直销渠道	5.34	6.66	6.38	3.48	3.91	3.33
其他渠道	3.88	2.12	1.78	2.53	1.24	0.93
合计	153.43	170.38	191.52	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；其他渠道包括保险专业代理、保险经纪、其他兼业代理渠道

数据来源：合众人寿审计报告，联合资信整理

随着高价值型产品销售力度的加大，公司业务价值保持增长态势。合众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，合众人寿内含价值情况见表 8。2020

年，公司持续保持其内含价值相对较高的个险渠道业务上的发展优势，同时发展力度较大的银保渠道在售产品亦均属于价值尚可的长期险种，公司有效业务价值以及公司内含价值持续提升。

表 8 内含价值情况 单位：亿元

项目	2018年	2019年	2020年
有效业务价值	117.40	120.21	135.64
公司内含价值	138.16	156.05	181.57
新业务价值	11.55	10.48	11.20

数据来源：合众人寿提供数据，联合资信整理

从保单继续率来看，2020年，受疫情影响，部分客户可支配收入降低；以及续收面访受限，导致保单续收出现一定困难，加之人员离职、续期督导工作不到位等原因，拉低了公司13个月保单继续率；由于公司险种结构及重点险种达成不理想等因素使得合众人寿25个月保单继续率有所下降（见表9）。

表 9 保单继续率情况 单位：%

项目	2018年末	2019年末	2020年末
13个月继续率（个险）	91.44	88.36	86.93
13个月继续率（银保）	96.64	94.56	94.52
25个月继续率（个险）	90.31	96.24	93.21
25个月继续率（银保）	95.81	98.07	97.56

数据来源：合众人寿提供资料，联合资信整理

（2）投资业务

随着可用于投资的保险资金规模的扩大，合众人寿投资资产规模持续上升，资产结构配置在保障流动性需求的前提下提升整体资产的盈利能力，投资收益水平整体呈上升态势但仍低于行业平均水平；存量投资业务中涉及地产行业的业务规模较大，需关注行业波动情况以及整体投资业务信用风险管控情况。

合众人寿投资业务分为委托管理和自主管理，委托管理投资品种主要包括股票、债券、基金、信托计划、基础设施债权计划、股权投资计划等其他金融产品，委托方主要为子公司合众资产；自主管理投资品种主要包括股权投资和养老不动产投资。近年来，合众人寿依据监管对于保险资金的投资要求，兼顾流动性和盈利性，持续调整投资资产配置结构，亦随着保险业务的续发展带来

的可用于投资资金的补充，投资资产规模呈上升趋势。

债券投资方面，2020年，合众人寿债券投资规模增幅不大，占投资资产总额的比重有所降低。合众人寿债券投资以金融债和企业债投资为主，投资债券的外部评级大部分集中在AA级及以上，少量境外债券评级均为BBB-及以上的企业债。截至2020年末，合众人寿债券投资余额379.97亿元，其中，国债、金融债、企业债、次级债和同业存单占比分别为0.78%、36.88%、42.04%、13.10%和0.39%，债券投资结构较上年末基本保持稳定。具体来看，合众人寿持有债券的发行主体主要为政策性银行、大型商业银行、央企、省政府控股企业，债券投资资产质量较好，尚未出现债券投资违约的情况。

合众人寿权益类投资具体包括股票和基金，但以保险资管产品及其他权益投资为主。其中，大部分保险资管产品的底层资产是以银行存款和债券类等为主的固定收益类组合投资，其他权益工具主要为未上市企业股权、股权投资计划、私募股权投资基金等。合众人寿投资的基金主要包括债券基金、证券投资基金（不含货币市场基金、债券型基金）等。2020年以来，公司兼顾资产端流动性和收益性需求，持续加大流动性较高的固定收益类保险资产管理产品的投资力度，保险资管产品规模保持较快增长，2020年末余额为113.46亿元，同比增长63.35%；随着国内资本市场景气度的提升，合众人寿适度加大了股票和基金的配置力度，以提升投资收益水平；在非标投资资产供给不足的情况下，通过和头部股权投资公司合作，公司加大了对一级市场股权的投资力度，主要介入Pre-IPO、VC/PE等投资环节，其他权益投资规模增幅较大，2020年末余额为214.80亿元，同比增长1.39倍，整体权益工具投资规模明显增加。

合众人寿归入贷款的应收款项类投资以信托投资计划和债权投资计划为主。合众人

寿持有的信托投资计划以集合资金信托计划投资为主，交易对手主要为北京信托、五矿信托、中国民生信托、渤海信托等大中型信托机构，底层资产主要为向商业地产项目发放的流动资金贷款，涉及行业主要集中在商业地产；债权投资计划主要为不动产债权投资计划，另有部分基础设施债权计划。2020年以来，严监管环境叠加新冠肺炎疫情的影响，非标资产供给趋于减少，合众人寿对信托投资计划和债权投资计划的投资力度有所减弱。截至2020年末，合众人寿持有的1笔信托投资计划、1笔信托贷款和3笔债权投资计划出现风险，涉及账面价值合计26.58亿元。合众人寿已对出现风险的信托投资计划和债

权投资计划进行了相应的减值准备计提，2020年末计提减值准备合计5.36亿元，虽然部分项目有较为充足的抵质押物，但整体减值计提对于相应风险资产的覆盖程度偏低。截至本报告出具日，公司已对2笔债权投资计划做转出处理，合计损失3.75亿元；其余3笔违约投资尚在处理过程中。

合众人寿投资性房地产主要为养老不动产投资，养老不动产项目主要位于武汉、合肥、南宁、沈阳，另有一处位于境外，资产的流动性和短期变现能力一般。截至2020年末，合众人寿投资性房地产余额104.20亿元；其中海外不动产余额为8.62亿元。

表 10 投资资产

单位：亿元、%

项目	金额			占比		
	2018年末	2019年末	2020年末	2018年末	2019年末	2020年末
债券投资	292.09	340.73	379.97	39.27	36.12	33.05
国债	8.53	3.59	2.95	1.15	0.38	0.26
地方政府债	0.00	0.00	24.70	0.00	0.00	2.15
金融债	109.07	127.21	140.12	14.66	13.49	12.19
企业债	133.46	151.70	159.74	17.94	16.08	13.90
次级债	41.04	53.44	49.79	5.52	5.67	4.33
同业存单	0.00	4.80	1.48	0.00	0.51	0.13
短期融资券	0.00	0.00	1.18	0.00	0.00	0.10
权益工具投资	75.03	164.91	344.51	10.09	17.48	29.97
基金	7.98	3.38	7.74	1.07	0.36	0.67
股票	1.65	2.14	8.52	0.22	0.23	0.74
保险资管产品及其他权益投资	65.39	159.38	328.26	8.79	16.90	28.55
归入贷款的应收款项类投资	179.85	224.46	190.26	24.18	23.80	16.55
信托投资计划	97.30	167.31	163.97	13.08	17.74	14.26
债权投资计划	77.55	57.15	26.29	10.43	6.06	2.29
股权投资计划	5.00	--	--	0.67	--	--
衍生金融资产	0.09	0.36	0.44	0.01	0.04	0.04
买入返售金融资产	1.16	0.09	0.77	0.16	0.01	0.07
保户质押贷款	29.13	36.18	41.66	3.92	3.84	3.62
定期存款	33.44	42.58	47.01	4.50	4.51	4.09
存出资本保证金	9.38	9.38	9.38	1.26	0.99	0.82
长期股权投资	24.80	32.39	31.42	3.33	3.43	2.73
投资性房地产	98.82	92.22	104.20	13.29	9.78	9.06

投资资产合计	743.80	943.30	1149.62	100.00	100.00	100.00
减：减值准备	0.68	0.73	5.36	0.09	0.08	0.47
投资资产净额	743.12	942.57	1144.26	--	--	--

注：因四舍五入效应致使合计数据存在一定误差；

数据来源：合众人寿提供数据，联合资信整理

六、财务分析

合众人寿提供了 2020 年财务报告及偿付能力报告，天健会计师事务所（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。2020 年，合众人寿合并范围发生一定变化，合并范围新增北京东方嘉禾建筑材料有限公司、南京恒众城市发展有限责任公司，此外，原并表子公司合众健康产业项目（沈阳）投资有限公司和合众人寿健康产业（南宁）投资有限公司分别派生分立为两个公司。

1. 盈利能力

2020 年，保险业务收入规模的持续增长较好带动了合众人寿营业收入持续提升；投资收益有所增加，但投资资产的减值损失规模增幅

较大；保险业务的成本控制能力有所增强，盈利能力稳步提升。

2020 年，在监管层面强调保险业务“回归本源”的背景下，合众人寿主动收缩分红险业务规模，业务重心向传统寿险倾斜，并推进银保渠道价值转型，提升高价值产品在银保渠道的销售比重，价值型产品的转型效果已逐步显现，保险业务收入和已赚保费均保持增长。合众人寿赔付支出包括满期给付、年金给付、赔款支出和死伤医疗给付，2020 年由于满期给付以及年金给付规模有所减少，从而使得赔付支出规模持续下降。从成本管控方面来看，2020 年，合众人寿综合费用率和手续费及佣金率均较上年出现下降，这主要是得益于保险业务收入规模增长带来的规模化效应以及当年重点发展的银保渠道费用管控水平较好等因素，保险业务的成本控制能力有所增强。

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	147.67	167.69	189.10	13.56	12.77
保险业务收入	153.43	170.38	191.52	11.05	12.41
减：分出保费	4.98	2.80	2.44	-43.90	-12.67
净承保保费收入	148.44	167.58	189.07	12.89	12.82
减：提取未到期责任准备金	0.78	-0.10	-0.03	-113.46	-75.65
保险业务支出	66.71	50.92	60.10	-23.68	18.04
赔付支出	34.10	31.18	27.03	-8.54	-13.33
减：摊回赔付支出	10.29	26.56	6.39	158.14	-75.95
手续费及佣金支出	15.94	18.93	18.11	18.72	-4.33
业务及管理费	26.80	27.47	21.61	2.50	-21.33
提取保险责任准备金	19.66	77.49	134.04	294.23	72.98
减：摊回保险责任准备金	-6.44	-24.34	-6.41	278.10	-73.65
综合费用率	29.06	27.61	20.87	--	--
手续费及佣金率	10.39	11.11	9.45	--	--

数据来源：合众人寿审计报告及财务报表，联合资信整理

投资收益方面，合众人寿投资收益以应收款项类投资利息收入、可供出售金融资产收益和持有至到期投资收益为主。2020年以来，合众人寿投资收益明显增加，主要是得益于可供出售金融资产和交易性金融资产科目下权益类资产规模的增加，且在资本市场景气度较高的情况下，权益类资产收益率明显提升。但另一方面，随着公司部分非标投资发生违约，且2020年对部分违约非标投资进行了处置，当年投资资产减值准备规模明显增加。

表 12 投资收益情况 单位：亿元、%

项目	2018年	2019年	2020年
投资收益	18.05	40.30	53.52
公允价值变动损益	-1.36	-4.16	-0.91
减：投资资产减值准备	0.70	4.34	8.37
其他收益	6.93	7.43	9.48
总投资收益	22.92	39.22	53.72
投资资产总额	743.80	943.30	1148.64
财务投资收益率	2.05	4.91	5.79

注：财务收益率=(投资收益+公允价值变动损益+其他收益-资产减值损失)/资金运用平均余额×100%

数据来源：合众人寿审计报告及提供资料，联合资信整理

表 13 退保情况 单位：%

项目	2018年末	2019年末	2020年末
综合退保率	16.85	9.27	7.56
退保金	70.33	31.82	10.13

数据来源：合众人寿提供资料，联合资信整理

2020年，合众人寿利润测试时使用的死亡率、赔付率等与定价假设差异较小，产品定价较充足，整体预期与实际偏差较小，假设较合理；但另一方面，由于部分产品累计销售量较小、产品赔付经验较差的原因，实际与预期有所差异，需持续关注此类产品的经验数据的发展。公司退保金主要由传统个人寿险、分红类产品产生。2020年以来，公司已度过退保高峰阶段，之前年度银保渠道销售的中短存续产品已基本度过退保高峰期，加之分红类产品规模的明显下降，退保率及退保金额进一步下

降（见表 13）。

受益于保险业务收入规模的持续增长以及投资收益的较好补充，加之规模化效应带来保险业务支出控制能力的增强，合众人寿盈利净利润规模和相关收益率指标进一步提升，盈利能力稳步提升。（见表 14）。

表 14 盈利情况 单位：亿元、%

项目	2018年	2019年	2020年
净利润	-8.50	5.01	6.41
总资产收益率	--	0.54	0.57
净资产收益率	--	7.81	9.25

数据来源：合众人寿审计报告及财务报表，联合资信整理

2. 流动性

合众人寿资产负债错配期限较短，流动性风险可控；考虑到资产端久期短于负债端久期的现状，未来需持续关注长期资产的配置情况以及其对资产负债期限错配的改善效果。

从资产负债期限匹配情况来看，近年来，公司持续提升中长期负债提升负债端久期增长，资产端则通过优化投资产品结构和期限的方式提升资产负债久期的匹配度。但从实际情况看，公司各账户期限结构匹配存在一定程度的错配，存在潜在的利率风险及再投资风险。从期限匹配来看，普通账户规模调整后的修正久期缺口为-6.77年，传统账户规模调整后的修正久期缺口为-8.35年，分红账户规模调整后的修正久期缺口为-7.77年，万能账户规模调整后的修正久期缺口为-1.86年。考虑到国内资本市场长期资产供给不足的现状，公司面临一定再投资风险。此外，考虑到公司保险业务发展对于长期价值型业务需求带来的长久期负债以及资产端资产配置的期限错配压力，合众人寿仍然面临一定的资产负债期限错配风险。

从资产构成来看，合众人寿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、可供出售金融资产（扣除卖出回购证券提供质押担保）和一年内到期的定期存款等。

2020年,得益于交易性金融资产和可供出售金融资产规模的增加,公司可快速变现资产规模增幅较大,资产流动性有所提升(见表15)。

从负债端的主要构成—保险合同准备金来看,随着2020年业务转型的持续推动以及业务规模的增长,公司提取保险准备金及保险合同准备金余额持续增加,叠加退保金和赔付支出水平的下降,准备金赔付倍数亦大幅提升,准备金计提对赔付支出的保障程度高。

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	271.73	303.22	533.76
可快速变现资产/资产总额	32.18	29.64	45.73
保险合同准备金	478.24	555.67	689.88
准备金赔付倍数	4.58	8.82	18.57
未来1年内的综合流动比率	694.89	459.59	366.12
流动性覆盖率(压力情景1)	1529.12	2092.64	2321.43
流动性覆盖率(压力情景2)	1402.27	2378.94	2368.37

数据来源:合众人寿审计报告及财务报告,联合资信整理

截至2020年末,合众人寿短期流动性比率及流动性覆盖率等指标结果良好。根据合众人寿精算假设及2020年第4季度流动性压力测试结果显示:在基本情境下,合众人寿未来4个季度及后两年净现金流无缺口;同时,合众人寿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,2020年末公司流动性保持充裕。截至2020年末,合众人寿1年内综合流动比率为366.12%,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;根据合众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。

另需关注的是,公司于2016年发行的5年期5亿美元额度境外高级债将于2021年9

月19日到期,前期已对部分债券进行回购,截至报告出具日满期应偿付本息合计3.74亿美元,后续将通过变现美元投资资产进行还款,其中约有1.27亿美元均为存款、债券、货币基金等高流动性资产,剩余资金将通过退出某股权项目筹措;若因股权投资项目出现无法及时变现的美元资金缺口,公司已申请较为充足的购汇额度以及合格境内机构投资者(QDII)投资额度,后续还款情况需保持关注。

3. 资本充足性

2020年,合众人寿未进行增资扩股,利润留存对其资本进行了一定的补充;寿险业务持续发展以及权益类投资规模的明显增加导致其最低资本规模持续增加,2020年末偿付能力水平有所下滑,2021年资本补充债券成功发行后,其偿付能力状况得到一定改善。

2020年,合众人寿未进行增资扩股;但得益于盈利能力的提升且未进行分红,所有者权益规模进一步增加。截至2020年末,合众人寿实收资本42.83亿元,资本公积2.55亿元,所有者权益70.78亿元。

认可负债方面,合众人寿认可负债主要为准备金负债、保户储金及投资款和其他金融负债;其中,其他金融负债主要为公司于2016年发行的5年期额度境外高级债。2020年以来,随着传统寿险业务的持续增长,合众人寿准备金负债规模增幅较大,带动认可负债规模的进一步增加。认可资产方面,合众人寿认可资产主要包括投资资产、在子公司、合营企业和联营企业中的权益、活期存款及流动性管理工具、应收分保准备金、保单质押贷款。2020年,随着保险资产管理产品和权益投资等投资资产规模的增加,合众人寿认可资产规模持续增长。合众人寿资产及负债认可规模较大,资产认可度较高,但投资资产中信托资产及保险资产管理产品等高风险的非标投资产品规模较大,资产安全性一般。

2020年,得益于利润留存对资本的较好补

充，合众人寿实际资本持续增长，2020年末实际资本规模为193.53亿元。2020年，随着寿险业务开展力度的加大，公司寿险业务保险风险最低资本有所增加，同时随着投资资产中权益类资产规模和占比的增加，市场风险暴露敞口上升，但利率债的配置规模相对较小，未能进行充分对冲，导致市场风险最低资本规模增

幅较大，并使得公司偿付能力充足指标有所下滑。

2021年4月，合众人寿成功发行20亿元资本补充债券，对其资本起到一定的补充作用，偿付能力状况得到一定改善，但未来业务的持续发展对公司的资本消耗情况需保持关注。

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	844.36	1022.86	1214.58
负债总额	783.83	955.03	1143.80
注册资本	42.83	42.83	42.83
所有者权益	60.53	67.83	70.78
认可资产	818.29	996.66	1187.11
认可负债	654.45	812.52	993.59
实际资本	163.84	184.14	193.53
其中：核心一级资本	126.60	150.89	162.03
最低资本	82.93	105.28	122.27
认可资产负债率	79.98	81.52	83.70
核心偿付能力充足率	152.65	143.33	132.52
综合偿付能力充足率	197.55	174.91	158.28
综合偿付能力充足率（行业平均水平）	241.00	240.70	239.60

注：行业平均综合偿付能力充足率数据来源 wind

数据来源：合众人寿偿付能力报告、审计报告及财务报告，联合资信整理

七、债券偿付能力分析

截至本报告出具日，合众人寿已发行且尚在存续期内的资本补充债券本金合计20亿元。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；假若合众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。存续期内的资本补充债券设定一次发行人选择提前赎回的权利。在行使赎回后发行人的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已发行的资本补充债券。

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，综合考虑发行人的业务发展水平、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，联合资信认为合众人寿能够为已发行的资本补充债券提供足额本金和利息，已发行的债券的偿债能力较强。

八、结论

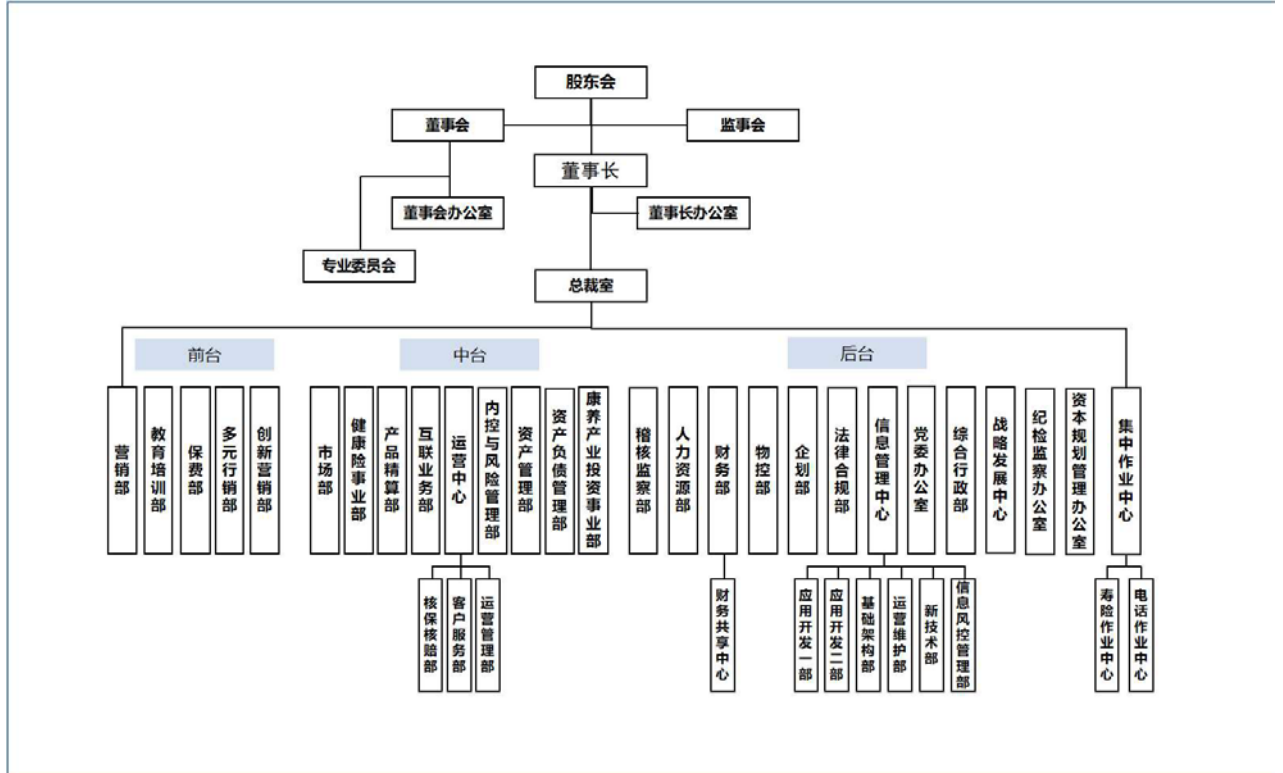
综合上述对合众人寿公司治理、内部控制、业务经营、风险管理以及财务状况等方面综合分析，联合资信认为，在未来一段时间内合众人寿信用水平将保持稳定。

附录 1 2020 年末合众人寿股权结构图

合众人寿保险股份有限公司	日本太阳生命保险株式会社 (3.307%)	T&D Holdings, Inc. (100%)			
	西藏天信杰科技有限公司 (4.435%)	北京中新地缘投资有限公司 (51.52%)	程树峰 (0.56%)		
		田野 (99.44%)			
	合众人寿保险股份有限公司工会委员会 (48.48%)				
	西藏德凡创业投资管理有限公司 (13.865%)	张驰 (4.96%)			
		郑冬冰 (7.95%)			
	西藏楚汉经贸有限公司 (13.859%)	北京众合东方投资有限公司 (87.09%)	郑冬冰 (100%)		
		赵洪阁 (4.08%)			
		陈国荣 (4.06%)			
	斯迈特投资有限责任公司 (18.478%)	西藏比利斯科技发展有限公司 (17.19%)	拉萨赞比达科技发展有限公司 (100%)	姜涛 (100%)	
北京成祥天友建筑设计有限公司 (82.81%)		姜涛 (100%)			
中发实业 (集团) 有限公司 (46.056%)	西藏中发产业发展有限公司 (100%)	中发金控投资管理有限公司 (100%)	西藏中发实业有限公司 (100%)	戴皓 (60%)	
				戴迪 (30%)	
靳宇 (10%)					

资料来源：合众人寿提供资料，联合资信整理

附录 2 截至报告出具日合众人寿组织架构图



资料来源：合众人寿提供资料，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（扣除卖出回购证券提供质押担保）+一年期内的定期存款
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/(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。