

信用评级公告

联合〔2021〕4777号

联合资信评估股份有限公司通过对招商局仁和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，确定维持招商局仁和人寿保险股份有限公司主体长期信用等级为AAA，“20 仁和人寿”（8 亿元）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
二〇二一年六月二十五日



招商局仁和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
招商局仁和人寿保险股份有限公司	AAA	稳定	AAA	稳定
20 仁和人寿	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 仁和人寿	8.00 亿元	5+5 年	2030-12-21

评级时间：2021 年 6 月 25 日

主要数据

项目	2018 年末	2019 年末	2020 年末
资产总额(亿元)	89.11	228.28	329.57
负债总额(亿元)	45.30	188.22	274.55
保险合同准备金(亿元)	25.71	113.30	221.99
股东权益(亿元)	43.81	40.06	55.02
注册资本(亿元)	50.00	50.00	65.99
核心偿付能力充足率(%)	453	206	172.99
综合偿付能力充足率(%)	453	206	199.62

项目	2018 年	2019 年	2020 年
营业收入(亿元)	31.13	112.99	131.58
已赚保费(亿元)	27.36	104.31	116.28
净利润(亿元)	-4.07	-5.06	-2.96
投资收益(亿元)	3.44	8.29	14.95
投资资产收益率(%)	5.63	5.61	5.81
综合退保率(%)	0.29	4.28	0.71
综合费用率(%)	43.29	19.83	18.21
手续费及佣金率(%)	10.97	12.04	10.58
总资产收益率(%)	--	--	--
净资产收益率(%)	--	--	--

数据来源：招商局仁和人寿审计报告、偿付能力报告及提供资料，联合资信整理

分析师 郎朗 刘彦良

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”）对招商局仁和人寿保险股份有限公司（以下简称“招商局仁和人寿”或“公司”）的评级反映了其 2020 年以来在国内寿险行业市场份和牌实力不断提升、清晰的战略目标和市场定位的持续实施、风控体系逐步完善、产品期限结构不断优化、多元化投资配置和投资收益水平较好等有利因素。同时，公司实际控制人招商局集团有限公司（以下简称“招商局集团”）能够在资本补充、公司治理和业务发展等方面给予公司较大力度支持。此外，联合资信也关注到，招商局仁和人寿成立时间尚短，目前业务渠道较为单一、业务的快速发展和机构建设对资本消耗较大、尚未实现盈利以及面临国内寿险行业竞争环境日益激烈和资本市场不确定性对公司盈利水平的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，招商局仁和人寿将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，且凭借招商局集团和其他国有股东方的业务和渠道资源优势，不断扩大业务范围。另一方面，公司业务目前仍以银保渠道业务为主，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。

综上所述，联合资信评估股份有限公司确定维持招商局仁和人寿保险股份有限公司主体长期信用等级为 AAA，“20 仁和人寿”信用等级为 AA⁺，评级展望为稳定。该评级结论反映了招商局仁和人寿已发行的资本补充债券的违约风险很低。

优势

1. 2020 年以来，公司市场份额持续提高，品牌实力不断增强。2020 年以来，公司业务

- 规模持续增长，业务范围覆盖广东省主要城市且向全国范围扩张，品牌实力不断提升，保险业务市场占有率和行业排名快速上升。
- 2. 业务定位清晰，业务结构不断改善。**公司制定了较为明确的业务发展规划，以保障类产品为主要业务发展方向中的地位清晰，期缴业务规模逐年扩大，业务结构持续优化改善。
 - 3. 实施多元化投资配置策略，投资收益水平较好。**公司投资业务以固定收益类资产为主，投资资产配置策略较为稳健，且实现了多元化的资产配置，投资收益优于行业平均水平。
 - 4. 实际控制人资本实力极强，能够给予公司较大力度支持。**公司实际控制人招商局集团资本实力极强，且能够在公司治理、制度建设、业务渠道发展等方面给予公司较大力度支持；招商仁和人寿公司章程规定当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。
 - 5. 股权结构优化，资本实力提升。**2020 年公司增资扩股后，国有法人持股比例持续提升，股权结构得到优化，偿付能力充足率得到提高。
- 5. 资本补充债券受偿顺序劣后，存在劣后受偿风险。**已发行的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，均有一定的劣后受偿风险，招商仁和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招商仁和人寿实施破产清偿。

关注

- 1. 渠道多样化水平有待提升。**公司业务渠道以银保渠道为主，其他业务渠道贡献度仍较低，业务渠道拓展有待优化。
- 2. 尚未实现盈利，未来盈利情况需持续关注。**公司成立时间尚短，受寿险公司盈利特性影响，公司尚未实现盈利，未来利润实现情况需持续关注。
- 3. 业务的快速发展加大了资本消耗。**自成立以来公司业务呈快速发展态势，同时对资本的消耗明显加大，偿付能力充足率水平降幅明显。
- 4. 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以及行业市场竞争加剧、资本市场波动以及新冠疫情的发生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招商局仁和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

招商局仁和人寿保险股份有限公司

2021年跟踪评级报告

一、主体概况

招商局仁和人寿保险股份有限公司（以下简称“招商局仁和人寿”或“公司”）于 2016 年 12 月 1 日，由深圳市招融投资控股有限公司（以下简称“招融投资”）、中国移动通信集团公司（2017 年 11 月 29 日更名为中国移动通信集团有限公司）（以下简称“中国移动”）、中国民航信息网络股份有限公司（以下简称“中国航信”）、深圳市投资控股有限公司（以下简称“深圳投控”）、深圳市卓越创业投资有限责任公司（以下简称“深圳卓越创投”）、深圳光汇石油集团股份有限公司（以下简称“深圳光汇”）、深圳市前海金融控股有限公司（2017 年 5 月 26 日更名为前海金融控股有限公司）（以下简称“前海金控”）和亿赞普（北京）科技有限公司（以下简称“亿赞普科技”）等 8 家公司共同发起筹建，注册资本为人民币 50.00 亿元。2020 年，由公司国有法人股东对公司进行增资扩股，共增资 15.99 亿元，截至 2020 年末，公司注册资本为 65.99 亿元，前五大股东持股比例见表 1。公司第一大股东招融投资为招商局集团有限公司（以下简称“招商局集团”）全资控股公司，持股比例为 33.33%；第二大股东中国移动直接和间接持股比例合计为 20.66%；招商局集团为公司实际控制人。截至 2020 年末，公司国有法人股股东持股比例合计 82.95%。

表 1 2020 年末公司前五大股东持股情况 单位：%

股东名称	持股比例
深圳市招融投资控股有限公司	33.33
中国移动通信集团有限公司	20.00
中国民航信息网络股份有限公司	13.26
深圳市投资控股有限公司	11.36
深圳市卓越创业投资有限责任公司	7.58
合计	85.53

数据来源：招商局仁和人寿提供资料，联合资信整理

截至 2020 年末，招商局仁和人寿共计开设分

公司 11 家，其中广东省内分公司 8 家、江苏分公司 1 家、苏州分公司 1 家、河南分公司 1 家。招商局仁和人寿拥有 1 家控股子公司，为招商局仁和养老投资有限公司。

招商局仁和人寿注册地址：深圳市前海深港合作区前湾一路 1 号 A 栋 201 室（入驻深圳市前海商务秘书有限公司）。

招商局仁和人寿法定代表人：彭伟。

二、已发行债券概况

截至本报告出具日，招商局仁和人寿存续期内经联合资信评级的债券为 2020 年 12 月发行的 8 亿元资本补充债券，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 仁和人寿	8.00 亿元	4.95%	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 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
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。

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3)。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。

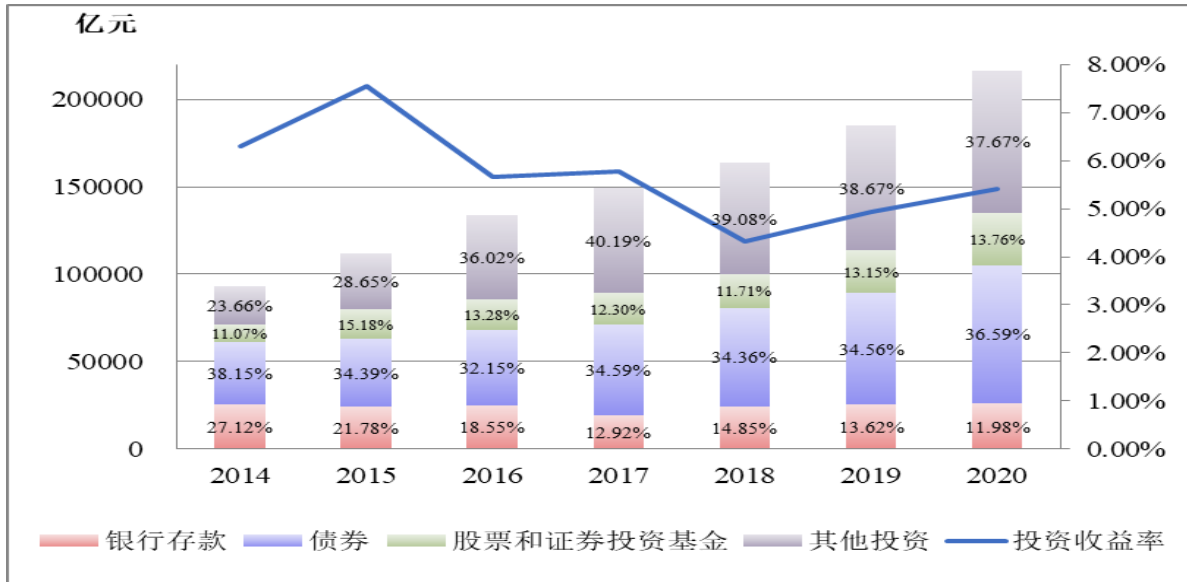
投资收益方面，2020年以来，新冠肺炎疫情短期内加剧了非标资产供给不足的问题，同时随着信用风险暴露的逐步加剧，保险公司亦加大了对非标项目的风险排查力度，非标资产配置比例进一步下降；另一方面，随着2020年4月疫情逐步控制后货币政策的收紧，利率水平重回上升通道，叠加2020年地方政府专项债、抗疫特别国债发行量的显著增长，长久期资产供给的增多亦使得保险公司债券配置力度相应增加。此外，在2019—2020年国内股票市场持续回暖的情况下，保险公司权益类投资规模和收益水平不断提升。截至2020年末，国内保险资金运用余额21.68万亿元，较上年末增长17.02%。从投资资产结构来看，截至2020年末，保险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。

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险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提出要求,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,招商仁和人寿持续凭借实际控制人招商局集团在公司治理等方面的优势,不断

完善适应自身经营发展的公司治理架构；同时，公司章程中股东对偿付能力的支持条款亦对公司资本的补充提供了重要保障。

招商仁和人寿成立于 2017 年 7 月，初始注册资本 50.00 亿元，是由招商局集团、中国移动和中国航信等 8 家公司共同发起设立，公司成立之初，国有法人股持股比例为 77.50%，其余为社会法人股；2020 年，公司国有法人股东对公司进行增资，公司注册资本增至 65.99 亿元，国有法人股比例增至 82.95%，公司实际控制人为招商局集团。从股权结构来看，公司股东招融投资持股比例为 33.33%，按照保险公司股权管理办法规定达到持股比例上限，为公司单一大股东，招融投资为招商局集团全资控股公司；此外，中国移动和中国航信分别持有公司 20.00% 和 13.26% 的股份。在股东支持方面，招商局集团为公司实际控制人，对公司进行财务报表并表管理，公司能够获得招商局集团在公司治理、内部控制及偿付能力等方面的支持。同时，根据招商仁和人寿公司章程规定：当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。股权质押方面，截至 2020 年末，招商仁和人寿股东深圳光汇石油集团股份有限公司将其持有的股权全部对外质押，质押股份占公司全部股份的 5.68%；招商仁和人寿股东亿赞普（北京）科技有限公司将其持有的股权全部对外质押，质押股份占公司全部股份的 3.79%。

招商局集团是国务院国有监督管理委员会（以下简称“国务院国资委”）直接管理的国有大型企业，经营总部位于香港，资本实力极强。招商局集团前身为轮船招商总局，为中国最早的股份制企业，创立于 1872 年 12 月；1986 年 10 月，招商局集团在原国家工商行政管理局注册成立，初始注册资本为 8.00 亿元；后经多次增资扩股，2019 年末实收资本增至 172.00 亿元，全部为国务院国资委出资，唯一股东及实际控制人均为国务院国资委。招商局集团的经营范围主要涵盖水陆客货运输及代理、水陆运输工具、设备的租赁和代理以及港口和仓储业务的投资管理等方面。截至 2020 年末，合并口径招商局集团资产总额

10.3 万亿元；2020 年合并口径实现营业收入 8137 亿元，净利润 1371 亿元。

董事会是招商仁和人寿的经营决策机构。截至本报告出具日，招商仁和人寿董事会由 9 名董事组成，其中执行董事 1 名、非执行董事 5 名、独立董事 3 名；其中非执行董事中招融投资提名 4 名、中国移动提名 1 名。招商仁和人寿现任董事长为缪建民先生，同时为招商局集团董事长及招商银行股份有限公司董事长；曾任中国再保险（香港）有限公司副总经理，香港中国保险（集团）有限公司助理总经理，中国保险股份有限公司常务董事、总经理助理、副总经理，中保国际控股有限公司（现名中国太平保险控股有限公司）总裁、副董事长、太平保险有限公司董事长，中国人寿保险（集团）公司副总裁、副董事长、总裁，中国人民保险集团股份有限公司执行董事、副董事长、总裁、董事长，具有丰富的金融机构管理经验，较好保障了公司的经营发展。

招商仁和人寿监事会由 11 名监事构成，其中职工监事 4 名、股东代表监事 7 名，公司 7 家股东各有权提名 1 名股东代表监事。高级管理层是招商仁和人寿的执行机构。截至本报告出具日，招商仁和人寿高级管理层由 9 名成员组成，其中总经理 1 名、副总经理 7 名，总经理助理 1 名。招商仁和人寿总经理为彭伟先生，曾担任中国太平保险集团副总经理、华安财产保险股份有限公司董事兼副总经理、太平人寿保险有限公司董事长等职务，具备丰富的保险行业管理经验。

从关联交易情况来看，2020 年招商仁和人寿关联方保险业务收入 0.86 亿元，主要为向招商局集团内部提供的团险业务；投资收益 0.39 亿元，主要来源于招商局集团、招商银行和中国银行；手续费及佣金支出 2.62 亿元，主要为保险的渠道业务支出；经营租赁费支出 0.26 亿元，主要来源于深圳市招广置业管理有限公司；其他业务及管理费支出 0.83 亿元，主要来源于招商局金融科技有限公司；目前，公司关联交易整体规模不大，且均在监管要求范围之内。

根据招商仁和人寿 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。此外，2020 年度，招商仁和人寿未受到监管机构处罚。公司 2020 年在“风险综合评级（分类监管）”评价均被评为 A 类，公司内部控制体系较为完善，各项制度符合监管要求。

五、业务经营分析

1. 经营概况

2020 年以来，公司凭借招商局集团和中国移动的广泛的客户资源和业务渠道优势，不断加大产品的业务营销和代理人渠道建设。由于成立时间尚短，公司目前主要经营区域集中在广东省内，并在广东省内主要经济发达城市的业务覆盖，同时公司将业务范围拓展到江苏省、河南省，并成立江苏分公司、苏州分公司和河南分公司，未来公司将持续扩大业务范围全国。得益于股东支持、明确的发展战略定位及较好的产品体系建设，公司保险业务规模实现迅速增长，2020 年市场份额上升至人身险公司行业中上游水平。

2. 业务经营分析

（1）保险业务

2020 年，公司保险业务规模持续增长，有效业务价值及市场排名不断提升；但另一方面，受寿险公司盈利特性影响，招商仁和人寿尚未实现盈利，趸缴业务占比仍处于较高水平，产品期限结构仍有待进一步优化；销售渠道以银保渠道为主，渠道多元化程度有待加强。

随着业务的快速开展，招商仁和人寿市场占有率和排名不断提升。2020 年，公司持续挖掘股东资源，凭借招商局集团、中国移动等股东较好的渠道优势以及客户资源，保险业务迅速开展。成立初期，公司迅速完成大湾区的机构布局，广东省外分支机构江苏分公司、苏州分公司、河南分公司已相继获批开业。凭借良好的股东资源及区位优势，公司保险业务规模保持快速发展态势，保费收入规模及市场份额排名均呈现逐年增长态势。2020 年，招商仁和人寿的原保险保费收入市场占有率提升至 0.37%（见表 5），较上年度上升 0.03 个百分点。

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	20.68	100.68	117.38	386.85	16.59
原保险保费收入市场份额	0.08	0.34	0.37	/	/
原保险保费收入市场排名/市场家数	60/91	36/87	39/91	/	/
规模保费	29.48	113.20	117.99	283.99	4.23

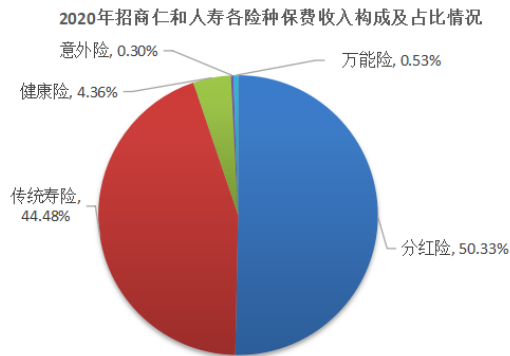
数据来源：招商仁和人寿提供数据，联合资信整理

2020 年以来，招商仁和人寿规模保费保持增长，从规模保费结构看，以分红险和传统寿险为主，万能险保费收入占比不高。招商仁和人寿保险业务产品种类主要包括分红险、传统寿险、健康险、意外险和万能险。招商仁和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，实施差异化的产品策略。招商仁和人寿根据自身客群需求和渠道营销特点，结合整体业务发展战略目标，产品端主要以分红险和传统寿险为主；并坚持“质量第一、效益优先、规模适度”

的战略思想，推动产品结构向长期价值型业务转型，控制万能险产品的销售规模。2020 年，招商仁和人寿实现规模保费收入 117.99 亿元，较上年增长 4.23%。其中，分红险保费收入 59.38 亿元，占规模保费的 50.33%；传统寿险保费收入 52.48 亿元，占规模保费的 44.48%；健康险保费收入 5.15 亿元，占规模保费的 4.36%；万能险保费收入 0.62 亿元，年度业务规模及占规模保费的比重持续下降；意外险保费收入占规模保费的比重保持在较低水平（见图表 6）。

图表 6 保险业务收入结构 单位：亿元

项目	2018年	2019年	2020年
分红险	5.99	63.00	59.38
传统寿险	12.99	32.56	52.48
健康险	1.55	4.32	5.15
意外险	0.14	0.78	0.35
万能险	0.00	0.01	0.01
原保险保费	20.68	100.68	117.38
万能险	8.80	12.52	0.62
规模保费	29.48	113.20	117.99



注：因四舍五入效应致使合计数据存在一定误差
数据来源：招商仁和人寿审计报告及提供资料，联合资信整理

2020年，招商仁和人寿仍处于业务开展初期，趸缴保费业务是其保费收入主要来源，未来随着期缴业务的逐步开展，保费结构将得到优化。

招商仁和人寿聚焦高价值产品，在业务开展过程中以期缴、长期保障型产品为着力点，拉长负债端久期，推动公司业务结构优化，期缴保费收入规模逐年增长。但由于公司前期通过趸缴产品扩大保险业务规模，加之银保渠道仍以趸缴保费为主，因此公司整体趸缴保费占比仍较高。2020年以来，公司期缴业务规模持续增长，期缴业务首年较上年基本持平，续期保费收入规模呈较为稳定的增长态势，保险业务期限结构不断优化改善。2020年，招商仁和人寿实现趸缴业务保费收入 63.67 亿元，占保险业务收入的 54.24%，占比较持续下降；实现期缴业务首年保费收入 24.66 亿元，占保险业务收入的 21.01%（见表 7），期缴业务续期保费收入 29.05 亿元，占保险业务收入的 24.75%。

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	6.99	64.62	63.67
期缴业务首年保费收入	10.69	24.35	24.66
期缴业务续期保费收入	3.00	11.71	29.05
合计	20.68	100.68	117.38

数据来源：招商仁和人寿提供资料，联合资信整理

2020年，银保渠道仍为招商仁和人寿最大销售渠道，渠道多样化水平有待提高。

银保渠道是招商仁和人寿目前最核心的销售渠道。公司银保渠道坚持以“立足专业化、引领新银保”为指引，有序推动银保业务发展。截至 2020 年末，招商仁和人寿保险已与中国工商银行、中国农业银行、中国银行、中国建设银行、招商银行等 11 家商业银行完成银保业务合作，并完成民生银行和顺德农商银行的准入与产品上线，初步形成“以招行为核心、四大行为重点、中小银行为特色”的渠道合作格局。2020 年，招商仁和人寿银保渠道实现保费收入占全部保费收入的比例为 89.97%（见表 8）。

成立之初，招商仁和人寿确立了“个险为根基、银保为突破、创新为特色”的发展思路。个险业务作为业务价值重要构成部分，招商仁和人寿践行“高素质、高品质、高绩效”的个险业务策略，建立传统个险为主体、经代业务为补充、个险新零售为探索的业务模式，推动个险业务规模以及产品价值的增长；2020 年初，新冠肺炎疫情对个险业务拓展带来一定冲击，招商仁和人寿个险业务条线围绕“新零售、合伙人、线上化”开展业务探索，同时肃清团队违规代理人、前置保单品质管理、成立“代理人线上化”项目组等，尝试多种模式探索，全年保费收入较上年度保持增长。2020 年，招商仁和人寿个险渠道实现保费收入占全部保费收入的比例为 7.30%。

此外，招商仁和人寿紧密依托股东资源，实施数字化战略，创新保险业务销售模式。招商仁和借助中国移动线上客户多、线下网点多的资源禀赋，推出线上线下一体化的数字化保险解决方案，取得保费收入。团险业务方面，招商仁和人寿积极在招商局集团、卓越集团等股东范围内开

拓业务，为股东企业员工提供保险服务。2020年，招商仁和人寿创新网销渠道和法人团体渠道实现保费收入占全部保费收入的比例分别为0.70%和2.03%。

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
个人渠道	2.15	7.02	8.61	7.29	6.20	7.30
银保渠道	26.46	102.32	106.16	89.76	90.39	89.97
法人渠道	0.73	1.79	2.39	2.48	1.58	2.03
创新网销	0.15	2.07	0.83	0.51	1.83	0.70
合计	29.48	113.20	117.99	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：招商仁和人寿提供资料，联合资信整理

随着业务规模的增长，2020年，招商仁和人寿有效业务价值持续上升；由于公司尚未盈利，内含价值逐年减少；且新业务价值较低，业务结构有待进一步优化。招商仁和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%的假设计算，招商仁和人寿内含价值情况见表8。随着保险业务规模的增长，招商仁和人寿有效业务价值逐年增加；由于银保渠道主要销售期限相对较短的类储蓄型产品，加之趸缴业务占比偏高，整体业务的价值率较低，新业务价值亦处于较低水平。2020年以来，公司不断优化业务期限结构，期缴业务实现较好发展，内含价值较之前年度明显提升。截至2020年末，招商仁和人寿新业务价值为2.08亿元（见表9），内含价值为62.24亿元，有效业务价值（扣除要求资本成本）为17.01亿元。

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	1.48	4.88	17.01
公司内含价值	45.84	44.34	62.24
新业务价值	0.89	1.74	2.08

注：上表数字均已考虑维持费用超支

数据来源：招商仁和人寿提供数据，联合资信整理

招商仁和人寿不断加强期缴保障型产品的研发及销售能力，保单期限结构持续调整，13个月保单继续率保持在较高水平。截至2020年末，招商仁和人寿13个月保费继续率为

91.50%；随着保单期限结构的持续调整，新业务主要为中长期产品，未来保险风险相对可控（见表10）。

表10 续保情况 单位：%

项目	2018年末	2019年末	2020年末
13个月保单继续	98.54	94.30	91.50

数据来源：招商仁和人寿提供资料，联合资信整理

（2）投资业务

得益于可运用保险资金规模的逐年扩大，招商仁和人寿投资资产规模逐年增长，投资收益率呈上升态势；投资业务以固定收益类资产为主，投资策略较为稳健，整体投资风险可控。

招商仁和人寿资产管理中心专门负责保险资金日常投资和交易管理等相关事项。资产管理中心基于经济形势和投资机会研究，结合公司资产战略配置规划，拟定年度资产配置计划，明确公司的投资品种、投资比例限制和投资思路。2020年，随着保险业务的快速发展，招商仁和人寿可运用的保险资金规模逐年扩大，带动投资资产规模明显上升。截至2020年末，招商仁和人寿投资资产总额318.38亿元（见表11），较上年末增长58.15%。目前招商仁和人寿形成了多元化的资产配置体系，投资品种涉及流动性资产、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。

招商仁和人寿投资资产中固定收益类资产占比较高。2020年，随着可用资金增加，招商仁和人寿加大债券配置力度，固定收益类资产规模

逐年增长。截至 2020 年末，招商仁和人寿固定收益类资产投资余额 245.03 亿元，占投资资产总额的 76.96%，以债券为主，其余为银行存款。其中，债券投资余额 172.20 亿元，以利率债、金融债以及部分经济发达地区龙头企业债券为主，交易对手主要为大型央企及国有企业，外部评级基本为免评级和 AAA，其中企业债券投资中第一大行业为交通运输行业；银行存款主要以定期存款和协议存款为主，定期存款期限主要在 2~6 年，交易对手为国有大型商业银行和股份制商业银行；公司固定收益类资产投资策略整体较为稳健。

不动产投资方面，招商仁和人寿目前均为基础设施债权计划投资。截至 2020 年末，招商仁和人寿基础设施债权计划投资余额 30.01 亿元，占投资资产总额的 9.43%，底层资产主要为大型国有资产管理公司发行的大型央企、国有企业为融资主体或担保主体的项目，投向主要涉及交通运输、公用事业等领域，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均为国有企业，风险相对较低。权益类资产投资方面，招商仁和人寿投资标的主要为公募基金和股权投资基金；2020 年公司收购海达保险经纪有限公司 90% 的股权，后由于其他投资方对海达保险经纪有限公司增资导致招商仁和人寿对其持股比例下降到 45%。同时，公司收购招商局仁和养老投资有限公司剩余 49% 股权并对注册资本金完成出资实缴，故当年未上市公司股权投资规模明显增长。截至 2020 年末，招商仁和人寿权益类投资余额 24.01 亿元，占投资资产总额的 7.54%。其中，公募基金投资基本为指数型基金；未上市企业股权投资为对招商局仁和养老投资有限公司及海达保险经纪有限公司的股权投资。其他金融资产方面，截至 2020 年末，公司信托计划投资余额 15.42 亿元，占投资资产总额的 4.84%，融资人和担保方均为国企。此外，招商仁和人寿配置了少量的货币基金及活期存款等流动性资产。截至本报告出具日，公司投资资产中未有违约事件发生。

表 11 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	1.25	1.38	3.91	1.48	0.68	1.23
货币型基金	0.73	0.49	0.01	0.86	0.24	0.00
活期存款	0.32	0.89	3.80	0.38	0.44	1.19
剩余期限不超过一年内的（准）政府债	0.00	0.00	0.10	0.00	0.00	0.03
固定收益类资产	66.15	151.03	245.03	78.28	75.03	76.96
银行存款	39.63	40.66	72.82	46.89	20.20	22.87
债券	26.53	110.37	172.20	31.39	54.83	54.09
权益类资产	8.10	14.71	24.01	9.58	7.31	7.54
公募基金	3.82	9.93	14.37	4.52	4.93	4.51
股权投资基金	4.28	4.28	4.28	5.06	2.13	1.34
未上市企业股权	0.00	0.50	5.36	0.00	0.25	1.68
不动产类资产	9.01	26.28	30.01	10.66	13.05	9.43
基础设施债权计划	9.01	26.28	30.01	10.66	13.05	9.43
其他金融资产	0.00	7.91	15.42	0.00	3.93	4.84
信托计划	0.00	7.91	15.42	0.00	3.93	4.84
投资资产合计	84.51	201.31	318.38	100.00	100.00	100.00

注：本表主要统计依据为原中国保监会《关于加强和改进保险资金运用比例监管的通知》（保监发〔2014〕13号），活期存款仅为投资账套数据

数据来源：招商仁和人寿提供数据，联合资信整理

从持有目的来看，招商仁和人寿将公募基金、股权投资基金主要计入可供出售金融资产科目，

少量基金投资计入以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产科目；将企业债券、金

融债券以及同业存单计入持有至到期投资科目以及可供出售金融资产科目；将投资的基础设施债权投资计划分别计入可供出售金融资产和应收款项类投资科目。

六、财务分析

招商仁和人寿提供了 2020 年合并财务报表及偿付能力报表，德勤华永会计师事务所（特殊普通合伙）深圳分所对上述合并财务报表及偿付能力报表进行了审计，并出具了标准无保留的审计意见。2020 年新增纳入合并范围内的公司为海达保险经纪有限公司，为通过同一控制下企业合并新增；2020 年 10 月，因其他投资方对海达保险经纪有限公司增资而导致公司丧失对其控制权，并移出合并范围。

1. 盈利能力

2020 年以来，受业务规模持续扩张影响，招商仁和人寿营业收入和支出均呈快速增长态势；但由于成立时间尚短，公司仍未实现盈利。

招商仁和人寿营业收入主要由已赚保费和

投资收益构成。2020 年，得益于保险业务规模的快速扩张及较好的资金运用，公司营业收入规模呈持续增长。2020 年，招商仁和人寿实现营业收入 131.58 亿元，较上年增长 11.48%。

已赚保费收入方面，公司已赚保费以保险业务收入为主，公司分出保费规模不大。招商仁和人寿借助于股东优势，快速扩大银行邮政代理和个人代理的销售渠道、侧重价值型增长、持续加大分红寿险和传统寿险的营销力度，保险业务收入规模实现持续增长。2020 年，公司已赚保费 116.28 亿元（见表 12），占营业收入的 88.37%；保险业务收入 117.49 亿元。从保险业务支出来看，由于公司成立时间较短，主要处于业务扩张期，招商仁和人寿赔付支出未能完全显现，整体规模较小，保险业务支出仍以业务及管理费为主。手续费及佣金支出方面，受业务规模、销售渠道等的快速扩张，相应手续费及佣金规模随之快速增长；业务及管理费支出方面，以员工薪酬支出为主。从成本管控方面来看，综合费用率随着保费收入的快速上升呈下降趋势，成本管控能力有所提升。

表 12 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	27.36	104.31	116.28	281.25	11.48
保险业务收入	27.55	104.83	117.49	280.51	12.08
减：分出保费	0.16	0.35	0.74	/	/
净承保保费收入	27.40	104.49	116.75	/	/
减：提取未到期责任准备金	0.04	0.18	0.46	/	/
保险业务支出	11.96	21.30	21.36	78.09	0.28
赔付支出	0.12	0.73	1.30	/	/
减：摊回赔付支出	0.02	0.10	0.46	/	/
手续费及佣金支出	3.02	12.63	12.43	/	/
业务及管理费	8.21	8.66	8.15	/	/
提取保险责任准备金	22.76	87.39	108.17	/	/
减：摊回保险责任准备金	0.02	0.08	0.19	/	/
综合费用率	43.29	19.83	18.21	/	/
手续费及佣金率	10.97	12.04	10.58	/	/

数据来源：招商仁和人寿审计报告，联合资信整理

投资收益方面，招商仁和人寿投资收益主要以债券投资、定期存款、债券及信托计划的利息收入为主，得益于投资资产规模的持续增长和较

好的资金运用策略，招商仁和人寿投资收益呈快速增长态势。2020 年，公司实现总投资收益 14.95 亿元（见表 13）。其中，债券投资利息收入 5.75

亿元，定期存款利息收入 2.24 亿元，债权及信托计划利息收入 2.04 亿元。2020 年，公司与关联方之间的投资收益规模为 1.02 亿元，规模较小。

表 13 收益情况 单位：亿元、%

项目	2018 年	2019 年	2020 年
投资收益	3.44	8.29	14.95
公允价值变动损益	--	--	0.01
减：投资资产减值损失	--	--	--
其他类投资收益	--	--	0.00
投资收益（利润表口径）	3.44	8.29	14.96
投资资产收益率	5.63	5.61	5.81

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
数据来源：招商仁和人寿审计报告，联合资信整理

退保方面，公司业务尚在扩张期，整体退保规模和退保率均保持在较低水平（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	0.29	4.28	0.71
退保金	0.11	6.29	1.48

数据来源：招商仁和人寿提供资料，联合资信整理

得益于业务规模的扩张，公司营业收入持续增长，相应的营业支出规模亦随着增长，且鉴于保险公司业务模式特性，成立初期多为亏损态势。2020 年，招商仁和人寿仍为亏损态势，但相较于业务规模，公司净亏损规模不大，且年度亏损规模较上年有所收缩（见表 15）。未来，联合资信将持续关注公司盈利水平变化情况。

表 15 盈利情况 单位：亿元、%

项目	2018 年	2019 年	2020 年
利润总额	-4.07	-5.06	-2.96
净利润	-4.07	-5.06	-2.96
总资产收益率	--	--	--
净资产收益率	--	--	--

数据来源：招商仁和人寿审计报告，联合资信整理

2. 流动性

招商仁和人寿短期流动性风险可控，且资产负债错配期限处于较短水平；本期资本补充债

的发行将有助于缓解其转型期业务拓展带来的资本约束。

从资产负债期限匹配情况来看，公司按照监管要求，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。招商仁和人寿根据资产负债管理办法，按照季度测算资产负债期限匹配情况，截至 2020 年末，招商仁和人寿资产负债期限错配在 3 年左右，目前公司资产负债期限错配风险可控。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，公司将面临一定的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）和以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产等；公司定期存款期限主要集中在 4~6 年（含 6 年）期限内，另有少部分 2~3 年（含 3 年）期限内，故不计入可快速变现资产计算。2020 年，公司可快速变现资产规模呈持续增长趋势，但占资产总额的比重整体不高（见表 16）。短期来看，公司整体流动性状况较为稳定。

从负债端看，招商仁和人寿负债主要由保险合同准备金构成，保户储金及投资款及其他负债规模较小，截至 2020 年末，保险合同准备金占负债总的 80.86%。由于招商仁和人寿成立时间较短，年内赔付支出及退保规模较小，因此保险合同准备金对当年赔付及退保的保障程度较高（见表 16）。

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	20.48	69.57	72.69
可快速变现资产/资产总额	22.99	30.48	22.06
净现金流	13.70	27.35	17.26
保险合同准备金	25.71	113.30	221.99
准备金赔付倍数	111.50	16.14	79.87
未来 1 年内的综合流动比率	-346	136	-1011.95

流动性覆盖率(压力情景1)	3778	644	2999.28
流动性覆盖率(压力情景2)	2547	957	2595.02

数据来源:招商仁和人寿审计报告及偿付能力报告,联合资信整理

由于公司成立时间较短,处于业务快速扩张期,随着业务规模的不断扩大,保险业务现金流入较大,现有负债的预期现金流出多为负值,故从公司短期流动性比率及流动性覆盖率等指标来看,公司短期流动性处于较好水平,各项指标良好。根据招商仁和人寿精算假设及2020年第四季度流动性压力测试结果显示:在基本情境下,招商仁和人寿未来时点净现金流均为正;同时,招商仁和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,故截至2020年第四季度末公司流动性保持充裕。根据招商仁和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

招商仁和人寿业务的快速发展使其资本消耗速度加快,2020年的增资扩股及资本补充债券的发行使得公司资本实力得到提升;若本期资本补充债券成功发行,其偿付能力状况将得到进一步提升。

在资本补充方面,2020年,公司进行增资扩股,此次增资扩股股东为公司国有法人股东进行增资,共增资15.99亿元,截至2020年末,公司注册资本为65.99亿元,其中第一大股东为招商局集团全资控股子公司深圳市招融投资控股有限公司,持股比例为33.33%,达到《保险公司股权管理办法》规定单一最大股东持股比例限额,为公司单一最大股东及实际控制人。截至2020

年末,招商仁和人寿实收资本65.99亿元,资本公积2.29亿元,未弥补亏损13.35亿元,所有者权益55.02亿元。

招商仁和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。认可负债方面,招商仁和人寿认可负债由准备金负债、保户储金及投资款和应付及预付款项组成,由于处于业务起步扩张阶段,保户储金及投资款规模较小但增速较快,准备金负债规模快速增长,带动认可负债规模较快增长,认可负债以准备金负债为主。认可资产方面,招商仁和人寿认可资产主要为投资资产、活期存款及流动性管理工具,仅有少部分子公司权益和其他资产为非认可资产。自成立以来,得益于保险业务的较好发展,招商仁和人寿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(见表17)。

2020年以来,由于增资扩股和资本补充债券的发行,公司核心一级资本及附属以及资本均得到一定程度上的补充,公司实际资本规模明显增长。自成立以来,由于公司业务快速扩展,且销售分红、年金等保险产品对资本消耗不断加大;同时,受投资资产规模增速影响,公司面临的市场风险最低资本规模呈增长趋势,致使公司最低资本较快提升。受此影响,公司偿付能力充足水平有所下降,但仍远高于监管要求,保持充足水平。

目前,公司的偿付能力满足监管要求,但由于公司正处于业务快速扩张期,未来业务的发展将使公司面临一定的资本补充压力。若本期资本补充债券发行成功后,将对资本起到一定的补充作用,偿付能力状况将得到进一步提升。

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	89.11	228.28	329.57
负债总额	45.30	188.22	274.55
注册资本	50.00	50.0	65.99
所有者权益	43.81	40.06	55.02
认可资产	88.78	227.39	329.16

认可负债	46.46	188.31	269.23
实际资本	42.32	39.08	59.93
其中：核心一级资本	42.32	39.08	51.94
最低资本	9.35	19.01	30.02
认可资产负债率	52.33	82.81	81.79
资产认可率	99.63	99.61	99.88
核心偿付能力充足率	453	206	172.99
综合偿付能力充足率	453	206	199.62
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：招商仁和人寿偿付能力审计报告和偿付能力报告，联合资信整理

七、本期债券偿付能力分析

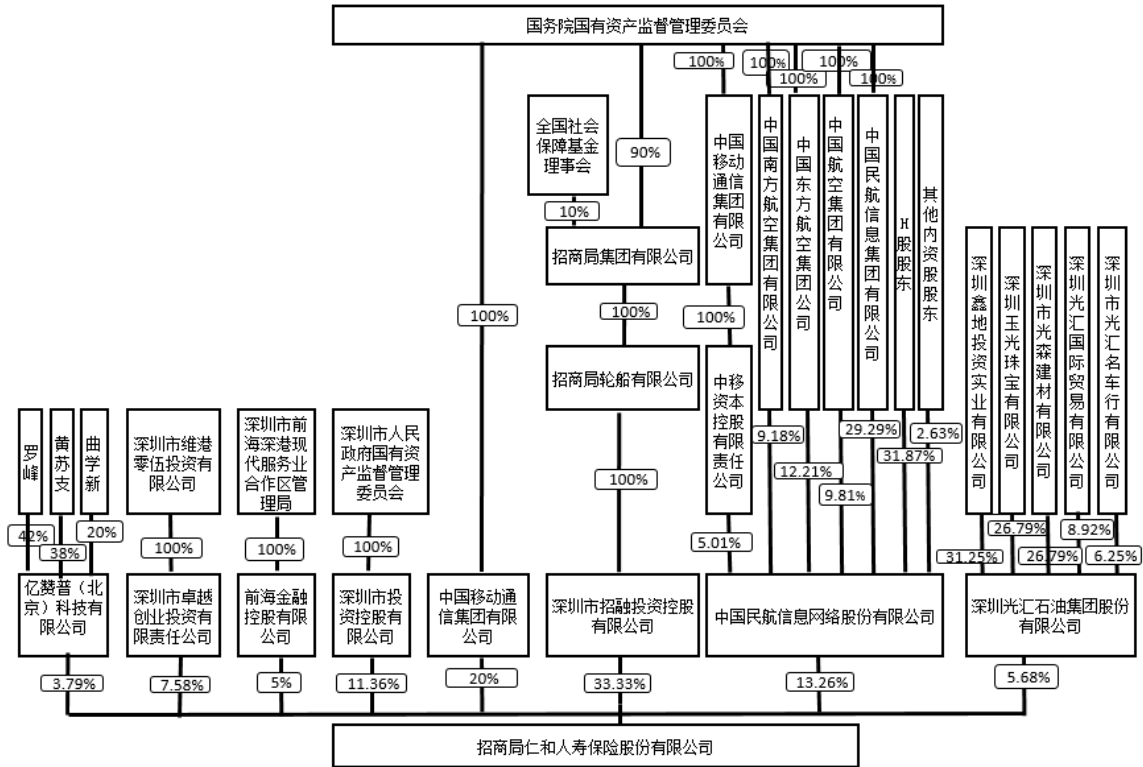
截至本报告出具日，招商仁和人寿已发行且尚在存续期内的资本补充债券本金 8.00 亿元。资本补充债券本金的清偿顺序和利息支付顺序列于保单责任和其他普通负债之后，股权资本等核心资本工具之前；假若招商仁和人寿无法如约支付本息时，该资本工具的权益人无权向法院申请对保险公司实施破产清偿。存续期内的资本补充债券债券设定 1 次公司选择提前赎回的权利。在行使赎回权后发行人的综合偿付能力充足率不低于 100% 的情况下，经报中国人民银行和中国银保监会备案后，发行人可以选择在第 5 个计息年度的最后一日，按面值全部或部分赎回债券。

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，综合考虑招商仁和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，联合资信认为招商仁和人寿能够为本期债券提供足额本金和利息，存续期的债券的偿债能力很强。

八、结论

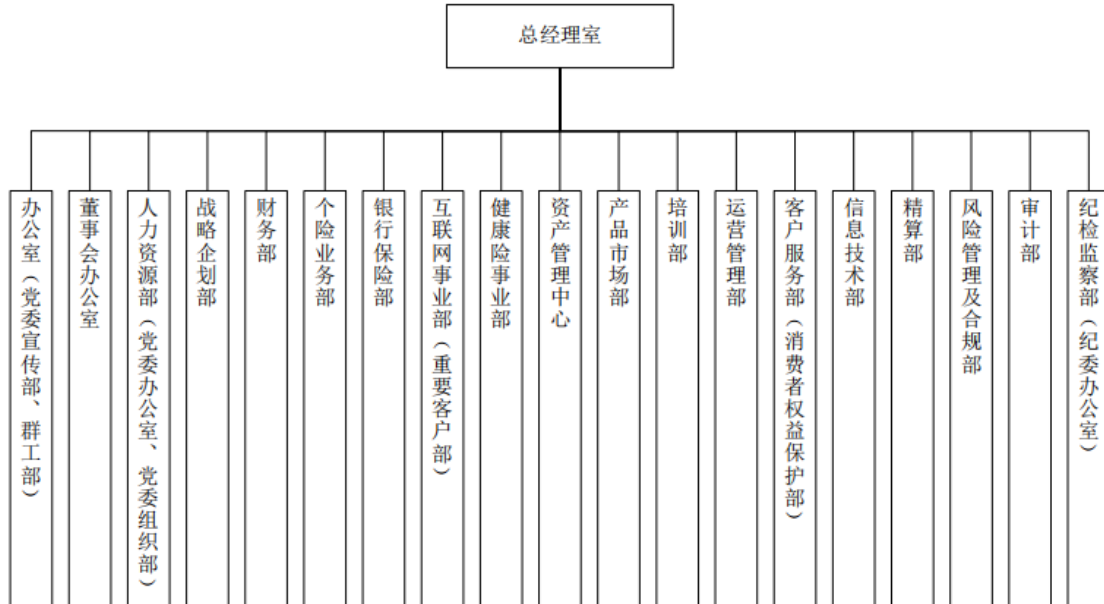
综合上述对招商仁和人寿公司治理、内部控制、业务经营、风险管理以及财务状况等方面综合分析，联合资信认为，在未来一段时间内招商仁和人寿信用水平将保持稳定。

附录 1 2020 年末公司股权结构图



资料来源：招商仁和人寿提供，联合资信整理

附录 2 2020 年末公司组织架构图



资料来源：招商仁和人寿提供，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%
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。

