

信用评级公告

联合〔2021〕6820号

联合资信评估股份有限公司通过对横琴人寿保险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，确定维持横琴人寿保险有限公司主体长期信用等级为 AA，“20 横琴人寿”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
二〇二一年七月二十三日

横琴人寿保险有限公司

2021年跟踪信用评级报告

评级结果

项目	本次级别	评级展望	上次级别	评级展望
横琴人寿保险股份有限公司	AA	稳定	AA	稳定
20 横琴人寿	AA ⁻	稳定	AA ⁻	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 横琴人寿	11 亿元	5+5 年	2030 年 12 月 3 日

评级时间：2021 年 7 月 23 日

主要数据

项目	2018 年末	2019 年末	2020 年末
资产总额(亿元)	55.43	161.08	233.87
负债总额(亿元)	39.56	146.10	218.55
保险合同准备金(亿元)	30.33	85.14	142.19
股东权益(亿元)	15.87	14.99	15.32
注册资本(亿元)	20.00	20.00	20.00
核心偿付能力充足率(%)	332.57	170.43	93.02
综合偿付能力充足率(%)	332.57	170.43	156.49
项目	2018 年	2019 年	2020 年
营业收入(亿元)	26.66	37.31	77.67
已赚保费(亿元)	24.49	30.73	64.29
净利润(亿元)	-2.46	-2.41	0.59
投资收益(亿元)	2.17	6.33	12.84
投资资产收益率(%)	4.56	6.60	8.09
综合退保率(%)	1.56	0.93	1.63
综合费用率(%)	25.68	38.31	26.38
手续费及佣金率(%)	14.01	13.32	18.01
总资产收益率(%)	--	--	0.30
净资产收益率(%)	--	--	3.87

数据来源：横琴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”）对横琴人寿保险有限公司（以下简称“横琴人寿”或“公司”）的评级反映了 2020 年以来，横琴人寿推动保险业务价值转型，传统寿险、健康险等价值业务规模持续提升，保险业务期限结构稳步优化，渠道丰富程度有所提升，投资业务趋于主动且获得较好收益进而推动当年扭亏为盈等有利因素。同时，联合资信也关注到，横琴人寿保险业务仍较为依赖银邮渠道，渠道建设仍待丰富，投资业务较快发展对其内部控制造成压力，权益类投资规模较大带来投资收益稳定性有待观察以及业务较快发展导致资本消耗明显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，横琴人寿将进一步推动保险业务价值转型，持续拓展长期保障类产品业务，丰富个人代理、互联网等渠道建设，实现保险业务的专业化、特色化经营，并依托较好的投资管理能力，持续提升盈利能力。另一方面，横琴人寿业务的快速发展对资本消耗较快，且仍存在较大规模的未弥补亏损，未来盈利的持续性仍有待观察。

综上，联合资信评估股份有限公司确定维持横琴人寿保险有限公司主体长期信用等级为 AA，“20 横琴人寿”信用等级为 AA⁻，评级展望为稳定。该评级结论反映了横琴人寿已发行资本补充债券的违约风险很低。

优势

1. **保险业务规模持续增长，市场排名稳步提升。**依托传统寿险及健康险等价值型保险产品的持续拓展，横琴人寿保险业务规模持续增长，市场排名稳步提升。
2. **保险业务期限结构持续优化。**2020 年，横琴人寿加大期缴业务的拓展力度，保费收入

分析师

孔宁 吴宇峰

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

期限结构持续调整，并带动其有效业务价值持续提升。

3. **投资结构有所调整，投资策略更为主动，投资收益水平显著提升。**2020年，横琴人寿显著提升了债券、固收资管类投资资产配置力度，并积极参与股票及未上市公司股权投资项目，投资策略更为主动，同时在权益类市场行情提升的背景下获得了较好的投资收益，进而促进当年实现扭亏为盈。
4. **股东方能够给予一定的业务支持以及资本支撑。**作为混合所有制寿险机构，公司各股东方在金融投资、房地产、光纤光网、电缆生产等方面拥有较强的市场地位和经营口碑，资本实力雄厚，可以为公司未来的业务发展提供充足的业务支持以及资本支撑；其中珠海铎创投资管理有限公司作为珠海市国资委下属的珠海华发集团有限公司的控股孙公司，能够为公司进一步业务发展带来一定的政信关系及业务支持，为未来的政企业务合作提供良好基础。

关注

1. **内部控制与合规经营水平仍待提升。**2020年，较快发展的投资业务给横琴人寿的合规经营水平产生一定压力，投资业务开展收到银保监会行政监管措施，截至目前已经完成整改，但仍需关注业务较快发展给其公司治理及内部控制产生的压力。
2. **保险经纪渠道有所提升，但银邮渠道销售占比仍较高，渠道建设有待进一步丰富。**2020年，横琴人寿加大保险经纪渠道拓展力度，但新冠肺炎疫情对个人代理渠道拓展产生一定不利影响，横琴人寿保险业务销售对于银邮渠道的依赖度较高，渠道多元化程度仍有待提升。
3. **核心偿付能力消耗明显，资本有待补充。**保险业务的较快发展导致横琴人寿资本消耗明显，核心偿付能力充足率显著下降，资本水平有待补充。

声 明

一、本报告引用的资料主要由横琴人寿保险有限公司（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。

横琴人寿保险有限公司

2021年跟踪评级报告

一、主体概况

横琴人寿保险有限公司（以下简称“横琴人寿”或“公司”）成立于2016年12月，是广东横琴自贸区内首家全国性法人寿险机构，由珠海铎创投资管理股份有限公司、亨通集团有限公司、广东明珠集团深圳投资有限公司、苏州环亚实业有限公司、中植企业集团有限公司五家战略类股东共同发起设立，初始注册资本20亿元，各股东持股比例均为20%，股东间不存在一致行动人，无控制类股东，持股情况见表1。截至2020年末，横琴人寿注册资本及实收资本均为20亿元。

表1 2020年末公司股东持股情况 单位：%

股东名称	持股比例
珠海铎创投资管理股份有限公司	20.00
亨通集团有限公司	20.00
广东明珠集团深圳投资有限公司	20.00

苏州环亚实业有限公司	20.00
中植企业集团有限公司	20.00
合计	100.00

数据来源：横琴人寿提供，联合资信整理

截至2020年末，横琴人寿共开设2家二级机构、10家三级机构，营业网点覆盖广东省主要城市以及江苏省等；共有内外勤员工（代理制）2055人，其中内勤员工532人。

公司注册地址：珠海市横琴新区十字门中央商务区珠海横琴金融产业发展基地2号楼。

公司法定代表人：兰亚东。

二、已发行债券概况

截至本报告出具日，横琴人寿已发行且在存续期内的债券为2020年12月发行的11亿元资本补充债券，债券概况见表2。

表2 资本补充债券概况

债券简称	规模	期限	付息频率	到期日
20横琴人寿	11亿元	(5+5)年	年付	2030年12月3日

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，

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。

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。

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。

2. 人身险行业发展概况

(1) 业务概况

在监管政策的指导下，保险公司业务转型效果较好，保险业务增速和业务品质均呈较好发展态势。

近年来，受宏观经济增长放缓影响，我国实施积极的财政政策和稳健中性的货币政策，为保险行业的发展提供了良好的政策环境。在积极的财政政策下，投资增长特别是公共消费型基础投资、养老产业的相关投资，不但为保险资产配置提供了渠道，也会带动新的保险需求。在稳健中性的货币政策下，人身险公司资金成本长期来看维持在稳定合理水平。2019年以来，在监管趋严及人身险公司回归稳健业务增长模式的背景下，行业面临的保险风险逐步降低。随着人身险公司将业务中心转向长期期缴型及保障型产品的业务转型初见成效，且部分保险公司加大对年金类产品的开发和营销力度，人身险保费增速有所加快。2019年，我国

人身险业务原保险保费收入 3.10 万亿元，同比增长 13.76%。其中，普通寿险实现原保险保费收入 2.28 万亿元，同比增长 9.80%；健康险业务实现原保险保费收入 0.71 万亿元，同比增长 29.70%。资产方面，截至 2019 年末，寿险公司总资产 16.96 万亿元，资产增速有所加快。

人身险公司市场集中度方面，截至 2019 年末，根据 wind 数据统计，在 86 家人身险公司（中资公司 59 家，外资公司 27 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保持在 70%以上（见表 4），我国人身险行业市场集中度仍处于较高水平。从人身险公司集中度来看，前 8 家人身险公司市场排名基本保持稳定；2019 年，前海人寿和中邮人寿得益于较好的营销策略和相应的产品开发，原保险保费收入排名升至行业前 10。此外，外资人身保险公司原保险保费收入合计市场份额为 9.31%，市场占有率较上年度上升 1.21 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	2017年		2018年		2019年	
	公司	占比	公司	占比	公司	占比
1	国寿股份	19.67	国寿股份	20.42	国寿股份	19.22
2	平安人寿	14.17	平安人寿	17.02	平安人寿	16.70
3	安邦人寿	7.28	太保人寿	7.67	太保人寿	7.18
4	太保人寿	6.68	华夏人寿	6.03	华夏人寿	6.18
5	泰康人寿	4.43	太平人寿	4.71	太平人寿	4.75
6	太平人寿	4.38	新华人寿	4.66	新华人寿	4.67
7	新华人寿	4.20	泰康人寿	4.47	泰康人寿	4.42
8	人保寿险	4.08	人保寿险	3.57	人保寿险	3.32
9	华夏人寿	3.34	富德生命人寿	2.73	前海人寿	2.59
10	富德生命人寿	3.09	天安人寿	2.23	中邮人寿	2.28
	合计	71.31	合计	73.49	合计	71.31

数据来源：2017、2018 年数据来自银保监会网站，2019 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。近年来，我国寿险产品原保险保费收入占比维持在较高水平，但占比整体呈下降的趋势，健康保险保费收入占比整体呈上升态势，2019 年，我国寿险业务原保险保费收入占

人身险业务的 76.80%，健康险业务占 21.01%。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，近年来万能险业务规模整体大幅下降；但 2019 年以来，部分处于业务转型期的中小保险公司，为维持总体业务规模的增长，相继推

出中长期万能险或短期投资连结险产品，但整体业务规模不大且在监管要求范围内。

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。

此外，由于每年年初为险企“开门红”阶段，是全年保费收入的主要增长点；但 2020 年初，受新冠肺炎疫情影响，2 月份，各主要上市险企原保险保费收入同比增速均为下降趋势，主要是由于保险代理人及业务营销人员无法线下展业，同时居民对于现金流预期趋于保守，多数会暂缓保险产品消费；未来，随着疫情逐步得到控制，同时保险代理人逐步通过线上工作及展业，预计险企新单环比会有所改善。目前，疫情导致保险产品销售短暂受阻，但从长期看，疫情的冲击或将提高居民对风险的认识，进而刺激保险需求的提升，同时倒逼保险公司提升线上管理及销售能力实现行业进阶式发展，人身险行业发展有待持续关注。

（2）盈利水平

保险公司可运用资产规模稳步增长，资金投向趋于稳健，资金收益水平有所改善。

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。承保利润方面，2019 年，寿险赔付金额和赔付率略有下降，健康险赔付金额和赔付率有所增长，意外险赔付金额和赔付率相对稳定。2020 年以来，新冠肺炎疫情或对人身险公司赔付方面有一定影响，但一方面疫情涉及到的个体数量有限，另

一方面各地政府前期已经承担了部分的医疗费用，尤其是武汉市政府承诺兜底除医保报销之外的相关费用，故此次新冠肺炎疫情对人身险公司承保利润的影响有限。

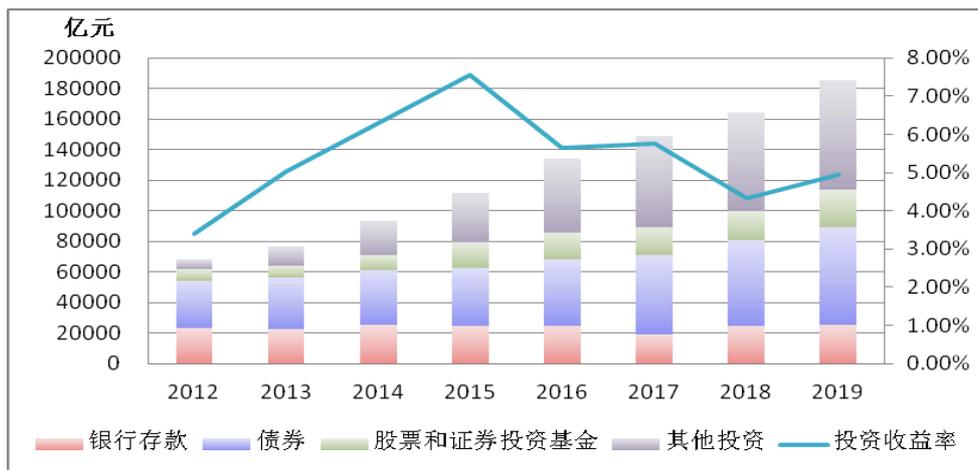
整体看，由于保险行业竞争日益激烈，保险公司为保持市场竞争力，逐步压缩承保利润空间；且由于保险资金运用金额大、占比高，保险公司盈利水平越来越依赖于投资收益。

投资收益方面，2019 年，保险资金运用投资收益呈现了前高后低的走势，但整体收益较上年度明显提升。2019 年初，股票市场整体表现向好，全年上证指数累计上涨 22.30%，多家险企抓住上半年快速上涨的行情，增加股票配置；同时险企对于优质公司的股权投资配置不断加大，并适当减少收益率较低的银行存款类和投资性房地产类资产的配置；此外，受近年来资本市场相继出现债券违约现象，险企在债券投资和准入方面更为审慎。截至 2019 年末，国内保险资金运用余额 18.53 万亿元，较上年末增长 12.91%。从投资资产结构来看，保险资金运用配置在保障安全性的前提下，根据市场环境有所调整，截至 2019 年末，银行存款与债券投资合计占总资金运用金额的比例为 48.18%，较 2018 年末下降 1.03 个百分点；股票和证券投资基金占比 13.15%，上升 1.44 个百分点；其他投资占比 38.67%，下降 0.41 个百分点。在其他投资中，长期股权投资是近年来保险资金运用的重要方向，投资规模逐年上升，截至 2019 年末保险资金运用于长期股权投资的规模为 19739 亿元；投资性房地产的规模为 1894 亿元，规模呈下降趋势；其他非标类投资呈下降趋势。总体看，2019 年，银行存款及债券投资规模较大，收益相对稳定，仍是保险资金运用最重要资产配置选项；股票和证券投资基金在平稳增长一段时间后受市场行情向好影响规模有所增长；非标类投资总额和占比持续下降（见图 1）。2020 年以来，受新冠肺炎疫情影响，多国金融市场呈现大幅下跌，从 1、2 月份我国主要经济运行数据来看，新冠疫情对当前经济运行造成了比较大的冲击，但是政府

多项政策和措施的出台从另一方面稳定了当前经济形势。险企资金用方面，一方面股票市场动荡对险企投资收益产生较大影响；另一方面，在疫情影响下，信托公司产品发行规模明显收缩，随着部分险资投资的非标资产相继到期，再投压力明显加大；同时，在利率下行的背景

下，固定收益类资产收益不断下降，加之资本市场波动，预计未来保险公司资金配置压力将加大。但上述影响目前看来或为短期现象，随着疫情的控制、企业加快复工复产及政府加强经济发展政策的相继出台，2020年度长期情况有待观察。

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》，共有 36 个建设项目，拟于 2020 年 6 月底前全部完成。根据 73 家已发布 2019 年第四季度偿付能力报告的人身险公司披露数据显示，与 2019 年第三季度相比，整体综合偿付能力充足率及核心偿付能力充足率数据均有所下滑，且仍有部分人身险公司偿付能力正在逼近监管红线(核心偿付能力充足率低于 50%，综合偿付能力充足率低于 100%)。从统计结果看，华汇人寿的综合偿付能力充足率和核心偿付能力充足率均高达 1287.94%，排

名第一；国富人寿、北京人寿、国宝人寿、三峡人寿分列第二至第五位，上述两项指标数值均相同，分别为 742.66%、695%、551.22%、501.36%、444.13%；友邦中国、海保人寿、爱心人寿、渤海人寿、中美联泰大都会人寿两项指标在 300%~500%之间；有 13 家公司两项指标均低于 150%，包括中法人寿、前海人寿、横琴人寿、富德生命人寿、百年人寿、弘康人寿、华夏人寿、上海人寿、中融人寿、横琴人寿、天安人寿、建信人寿、君康人寿。同时，有 3 家公司核心偿付能力充足率低于 100%，其中，中法人寿核心和综合偿付能力充足率均为负，是唯一不达标的人身险公司；前海人寿和横琴人寿核心偿付能力充足率分别为 72.23%和 75.73%，与 50%的监管红线相距不远。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。

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带来不利影响，资本补充需求较大。保险公司资本补充力度逐年加大，主要通过股东增资、发行资本补充债券等方式补充资本。2019年，在监管机构从严从重加强保险资金运用监管背景下，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，全年人身险行业审批通过发行416.5亿元（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，2019年人身险公司累计补充注册资本金83.46亿元；银保监会批复成立大家保险承接安邦保险全部业务，大家保险注册资本40.00亿元；首家外商独资保险控股公司安联（中国）保险控股有限公司于2019年11月经银保监会批复成立，注册资本27.18亿元。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，资本补充渠道将进一步丰富；同时，2019年银保监会开放外资保险公司持股比例上限，首家外商独资保险控股公司的成立也标志着中国保险行业对外开放进程加快。

3. 行业监管与政策支持

国内保险监管越来越强调保险产品的保障功能及消费者权益，险资运用监管趋严，信息披露更加充分，控风险成为主要基调。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。

在保险行业快速发展的同时，为保证中国保险行业长期健康发展，控制保险行业整体风险，2018年银保监会合并组建以来，监管机构不断加强对金融业的协同监管体系建设，在经历2017和2018年两个“严监管”年之后，2019年银保监会对保险公司开出的监管函、

罚单数量、罚款金额都在同步缩减，也从侧面反映了银保监会对保险行业严监管的成效。

2019年，全国保险监管系统累计公布了828张行政处罚决定书，共计罚款1.23亿元。2019年银保监会开出的罚单中，除针对保险机构的处罚外，针对个人的处罚明显增多，严格执行了机构与人员双罚制，处罚权力向派出机构下放且处罚金额上升，同时，保险中介机构依然为监管重点。

2019年以来，银保监会在官网公布的针对保险下发的规章及规范性文件达30多份，另有相关问题的通报20余份，涉及领域包括对外开放、险资投资、业务监管、渠道监管及营销整治等。

在保险业对外开放政策方面，2019年10月，国务院发布了关于修改《中华人民共和国外资保险公司管理条例》的决定；并于11月，发布《中华人民共和国外资保险公司管理条例实施细则》正式修订；12月，银保监会再次下发突破性对外开放文件，“将人身险外资股比限制从51%提高至100%的过渡期提前至2020年”“自2020年1月1日起，正式取消经营人身保险业务的合资保险公司（以下简称合资寿险公司）的外资比例限制，合资寿险公司的外资比例可达100%”，监管不断放宽外资持股比例限制，一方面表明我国保险业坚决的开放态度，另一方面意味着外资在中国保险市场中的话语权将会提高，越来越多的外资险企将落地中国保险市场。

在保险产品的监管方面，2019年，银保监会相继发布了《关于规范两全保险产品有关问题的通知》《关于近期人身保险产品问题的通报》《关于修改〈人身保险新型产品信息披露管理办法〉的决定（征求意见稿）》《关于财产保险公司备案产品条款费率非现场检查问题情况的通报》等相关文件。其中，人身险产品方面的2019年三次通报累计通报险企数量达80余家；这些问题是基于2018年银保监会开展的人身保险产品专项核查的后续处理；

银保监会还针对特别产品进行相关规范，如《关于规范两全保险产品有关问题的通知》。总体看，无论是点名人身险产品问题公司，还是进行财险产品费率厘定，亦或者细致到两全产品的规范等，均体现了监管在保险产品方面的监管不断细致、深化。

在机构合规化推进方面，2019 年银保监会不断巩固保险业市场乱象治理成效、严防风险、并持续加大监管力度。2019 年 5 月，银保监会下发《关于开展“巩固治乱象成果 促进合规建设”工作的通知》，对全年推进公司合规建设进行部署；11 月，发布《关于印发银行保险机构公司治理监管评估办法（试行）的通知》，并首次提出了合规性评价和有效性评价两类指标，同时设置重大事项调降评级项，加大对公司治理有效性及公司治理失灵等突出问题的关注评价力度。同时，在促进机构合规化经营、规范化发展方面，银保监会还推出一系列的政策，如关于偿付能力监管规则，保险资产负债监管暂行办法、关联交易管理办法、治理监管评估办法、员工履职回避工作指导意见等各个方面都在出台相应的政策措施。

此外，2019 年，银保监会还针对保险中介治理和维护消费者权益等方面，发布多项监管政策，使得保险行业在规范化的进程中稳步发展。

2020 年 1 月 3 日，银保监会发布《关于推动银行业和保险业高质量发展的指导意见》，并指出，到 2025 年，实现金融结构更加优化，形成多层次、广覆盖、有差异的银行保险机构体系。《意见》从多方面多维度指出保险业发展要求，并再次强调要强化保险机构风险保障功能，同时积极推进外资保险机构的发展。《意见》提出发挥银行保险机构在优化融资结构中的重要作用，多渠道促进居民储蓄有效化转为资本市场长期资金；支持发展相互保险、健康和养老保险等机构；推动构建新型保险中介市场体系；完善农业保险大灾风险分散机制，加快设立中国农业再保险公司；增强

出口信用保险市场供给能力，推进再保险市场建设，扩大巨灾保险试点范围；保险机构要提升风险定价、精细化管理、防灾防损、资产负债管理等方面的专业能力，精准高效满足人民群众各领域的保险需求。

四、公司治理与内部控制

2020 年，横琴人寿公司治理水平稳步提升，关联交易满足监管限额要求，无股权质押情况，但业务的较快发展也对其内部治理水平造成挑战。

横琴人寿成立于 2016 年 12 月，由珠海铎创投资管理股份有限公司、亨通集团有限公司、广东明珠集团深圳投资有限公司、苏州环亚实业有限公司、中植企业集团有限公司五家股东公司等比例投资发起设立，初始注册资本 20.00 亿元，无控股类股东及实际控制人。横琴人寿各股东方分别在金融投资、房地产、光纤光网、电缆生产等方面拥有较强的市场地位和经营口碑，五方股东资本实力较强，可以为公司未来的业务发展提供充足的业务支持以及资本支撑。同时，公司股东方珠海铎创投资管理有限公司作为珠海市国资委下属的珠海华发集团有限公司的控股孙公司，能够为公司进一步带来良好的政信关系及业务支撑，为未来的政企业务合作提供良好基础。截至 2020 年末，横琴人寿无股东将其持有的横琴人寿股份对外质押。

董事会是横琴人寿的经营决策机构。截至 2020 年末，横琴人寿董事会由 5 名董事构成。其中，董事长 1 名，由五方股东共同提名；股权董事 3 名，分别由珠海铎创投资管理股份有限公司、广东明珠集团深圳投资有限公司和中植企业集团有限公司各自提名一名股权董事；独立董事 2 名，均由监事会提名。横琴人寿董事长兰亚东先生，管理科学学士学位，高级经济师，历任中国人寿保险股份有限公司个险销售部和企划部总经理助理、副总经理、总经理，

中国人民人寿保险股份有限公司总裁助理、财务负责人、副总裁兼执行董事，具有丰富的金融从业及管理经验。

截至 2020 年末，横琴人寿监事会由 5 名监事构成，其中职工监事 2 名，股东监事 3 名；经营管理层由 7 名成员组成。其中，总经理 1 名，副总经理 2 名，董事会秘书、审计责任人、合规负责人及财务负责人各 1 名。横琴人寿总经理李国栋先生，硕士学历，高级经济师，曾先后担任中国人寿保险公司山东分公司副总经理、中国人寿保险公司陕西省分公司总经理、中国人寿保险股份有限公司银保部总经理、人力资源部总经理、党委组织部部长等职务，具备丰富保险行业管理经验。

从关联交易情况来看，横琴人寿根据法律法规和相关监管规定开展关联交易，关联交易均经过经营管理层或董事会及董事会相关专业委员会审批，由关联股东出具《不存在不当利益输送的说明与承诺》，并遵照监管要求，履行公开信息披露及报告程序。2020 年，横琴人寿共发生关联交易金额合计 6.95 亿元，其中重大关联交易 5.58 亿元，一般关联交易 1.38 亿元。按类型区分，2020 年横琴人寿发生保险业务类关联交易金额 0.60 亿元，提供货物或服务类关联交易金额 0.05 亿元，资金运用类关联交易金额 6.27 亿元，利益转移类关联交易金额 0.04 亿元。上述关联交易横琴人寿均按照要求向监管部门报告并在中国保险行业协会信息披露平台和公司官网进行披露。

横琴人寿风险综合评级在 2020 年第三季度和 2020 年第四季度均为 A 类水平。

2021 年 1 月，由于违规开展其他金融投

资、违规购买债券和不动产等合规问题，横琴人寿收到中国银保监会的行政监管措施决定书，并对其做出 6 个月内不得新增股权及其他金融资产投资等行政决定。为此，横琴人寿积极开展内部整改工作。根据横琴人寿提供的相关资料，截至本报告出具日，横琴人寿已经完善投资制度、流程和系统建设，补充专业人员并完善组织架构；完成不动产和债券投资整改工作，并加强其他金融资产的投资管理；完成再保险业务整改工作。

五、业务经营分析

1. 经营概况

2020 年以来，横琴人寿持续推进保险业务价值转型，在传统寿险及健康险业务较快发展的带动下，保险业务收入明显增长；同时调整资产配置结构，固收资产及权益类资产规模有所提升并带来较好的投资收益。另一方面，横琴人寿目前仍较为依赖银邮渠道拓展保险业务，且其市场份额仍较小，尚未在同业中形成较强的影响力。

(1) 保险业务

2020 年，横琴人寿保费收入实现增长，市场占有率保持稳定，期缴保费占比稳步提升，保险经纪等渠道有所丰富，新业务价值和内含价值明显提升，保险业务实现较好发展。2020 年以来，在监管引导保险业务回归保障本源的背景下，横琴人寿持续优化业务发展策略，推进产品、渠道、期限结构调整，促进保险业务的较好发展，保费收入实现增长，市场份额保持稳定。

表 5 业务经营及市场排名

单位：亿元、%

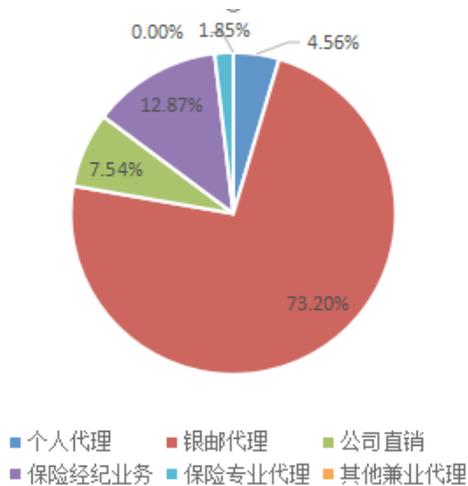
项目	金额			较上年度变动情况	
	2018 年	2019 年	2020 年	2019 年	2020 年
原保险保费收入	24.62	59.55	66.22	141.85	11.20
原保险保费收入市场份额	0.09	0.20	0.21	--	--
规模保费	28.26	65.61	73.09	132.17	11.40

数据来源：中国银保监会官网、横琴人寿提供资料，联合资信整理

横琴人寿持续推进价值转型工作，聚焦价值型保险业务拓展，形成了以分红寿险及传统寿险为原保险保费收入主要来源的业务收入结构。横琴人寿业务产品种类主要包括分红寿险、传统寿险、健康险、意外险及万能险（见图表6）。2020年以来，横琴人寿继续坚持保险业务转型优化，加大传统寿险等价值型业务拓展力度，传统寿险规模增长明显，分红寿险业务规模略有下降，健康险规模稳步提升。

图表6 保险业务（规模保费）收入结构 单位：亿元

项目	2018年	2019年	2020年
分红寿险	0.01	47.25	38.68
传统寿险	23.24	10.02	22.85
健康险	1.20	2.11	4.58
意外险	0.17	0.17	0.11
原保险保费	24.62	59.55	66.22
万能险	3.64	6.06	6.88
规模保费	28.26	65.61	73.09



数据来源：横琴人寿提供资料，联合资信整理

2020年，横琴人寿加大期缴业务的拓展力度，保费收入期限结构持续调整。横琴人寿持续推动保险业务期限结构优化，随着产品端传统寿险等业务的持续拓展，横琴人寿期缴业务持续发展，期缴首年及期缴续期收入占比持续提升，保费收入期限结构持有优化。2020

年，横琴人寿期缴首年保费收入16.74亿元，占原保险保费收入的22.90%；期缴续期保费收入9.18亿元，占原保险保费收入的12.56%。

表7 保险业务收入期限结构 单位：亿元

项目	2018年	2019年	2020年
趸缴业务	24.17	53.90	47.18
期缴首年	3.66	8.67	16.74
期缴续期	0.43	3.04	9.18
合计	28.26	65.61	73.09

数据来源：横琴人寿审计报告及提供资料，联合资信整理

2020年，疫情对个人代理渠道拓展产生一定不利影响，银邮渠道仍为横琴人寿业务收入的最主要来源，保险经纪业务渠道占比有所提高，未来渠道建设及多元化程度仍待提升。横琴人寿积极在各个细分市场开展个人寿险业务，银保市场的策略以中长期兼顾保障及稳健储蓄的产品为主；中介市场及代理人渠道的策略以长期储蓄型及长期保障型产品为主；互联网市场的策略以高杠杆率的保障型产品为主。2020年，横琴人寿清退部分品质较差的个险业务，同时持续丰富渠道建设，得益于线上业务的提前布局、内外部线上平台整合以及加大与头部经代渠道和网络平台合作，横琴人寿直销渠道及保险经纪业务渠道收入占比均有所提升；但受疫情影响，个人代理渠道展业受到一定限制，保费收入较上年有所下降。此外，受成立初期通过主要借助银邮渠道快速抢占市场规模的影响，银邮渠道仍为横琴人寿保险业务重要营销渠道，合作对象主要包括国有银行、顺德农商银行、华润银行等机构，银邮渠道占比仍处于较高水平。截至2020年末，横琴人寿银邮渠道合作机构达14家。2020年，横琴人寿银保渠道实现保费收入占全部保费收入的73.20%，保险经纪渠道占比为12.87%，个人代理渠道占比为4.56%（见表8）。

表 8 保险业务营销渠道结构

单位：亿元、%

项目	金额			占比		
	2018年	2019年	2020年	2018年	2019年	2020年
个人代理	0.62	5.47	3.33	2.23	8.35	4.56
银邮代理	25.96	55.56	53.50	91.86	84.67	73.20
公司直销	0.41	3.36	5.51	1.45	5.12	7.54
保险经纪业务	0.51	0.70	9.41	1.82	1.06	12.87
保险专业代理	0.73	0.53	1.35	2.63	0.80	1.85
其他兼业代理	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
合计	28.26	65.61	73.09	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：横琴人寿提供数据，联合资信整理

随着期缴保费规模的增长，横琴人寿有效业务价值显著提升，公司内含价值保持增长态势。横琴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 10%的中心假设计算，横琴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期缴业务规模的持续增长，横琴人寿有效业务价值显著增加，新业务价值以及公司内含价值稳步提升。

表 9 内含价值情况 单位：亿元

项目	2018年	2019年	2020年
有效业务价值	2.89	8.26	17.51
公司内含价值	17.86	17.24	22.67
新业务价值	0.82	0.48	0.78

数据来源：横琴人寿提供数据，联合资信整理

从保单继续率来看，2020年由于疫情对个险渠道展业带来一定限制，加之公司清退前期广东省内品质较差的个险业务等因素影响，公司个险渠道13个月保费继续率明显下降，银保渠道继续率保持相对稳定（见表10）。

表 10 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）	85.80	67.10	24.53
13个月继续率（银邮）	86.84	78.34	86.85
25个月继续率（个险）	/	85.73	84.33
25个月继续率（银邮）	/	98.42	94.32

数据来源：横琴人寿提供资料，联合资信整理

（2）投资业务

2020年，得益于可运用保险资金规模增长，横琴人寿投资资产规模趋于上升，同时出于偿付能力及投资收益方面的考虑，横琴人寿提高了固定收益类及权益类投资资产配置比重，当期投资收益明显增加，但权益类投资占比较高，投资资产结构面临调整压力，未来收益情况亦待观察。

2020年，横琴人寿投资体系持续完善，投资品种不断丰富，形成了以流动性资产、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为主的多元化的投资配置结构，并且随着保险业务的持续增长，横琴人寿的投资资产规模呈快速增长态势。截至2020年末，横琴人寿投资资产余额177.24亿元，较上年末增长45.04%

流动性资产方面，横琴人寿以货币市场类保险资管产品、逆回购产品等为主要的配置方向，以便在满足流动性需求的基础上提升资金收益水平。2020年，由于横琴人寿利率债配置规模大幅上升，流动性监测比例大幅提升，为提升资金收益水平，横琴人寿主动减少现金管理类产品配置规模，使得流动性资产规模明显收缩，年末其占投资资产总额的比重下降至4.71%。

固定收益类资产方面，横琴人寿以标准化债券投资为主要配置资产类别，配置了一定规模的利率债券，同时信用债券品种涵盖金融债、公司债、企业债、中票、短融、可

转债和可交债；从信用债券外部评级来看，AAA及AA⁺级债券占比高，合计约占90%；从信用债券发行主体所属行业来看，建筑装饰、通信、房地产、综合和公用事业等行业占比较高。2020年，为拉长资产端久期，缩小资产负债久期缺口，缓解利率波动风险，横琴人寿增加了长久期政府或准政府债券的配置规模，适度增加了部分多元金融、银行、保险等行业的信用债券投资，同时出于平衡利润及流动性的考虑，增加了底层为标债的固收类资管产品配置力度，固定收益类投资资产占比显著上升。截至2020年末，横琴人寿债券投资中有1笔信用债投资发生违约，2020年末本金余额为0.5亿元，并对其计提全额减值准备。

权益投资方面，横琴人寿主要将资金配置于股票和股票型基金，投资板块主要涉及沪深主板股、创业板股、中小板股和科创板股等，涉及行业主要为房地产、计算机、医药、非银金融等。2020年，横琴人寿根据权益市场行情变化，进而加大股票及股权投资基金的投资规模，同时在充分调研的基础上适度增加优质未上市公司股权投资，权益类投资规模显著增加，占投资资产的比重亦明显增加。另一方面，较大的权益投资资产占比也给予其未来投资资产配置带来结构调整压力。

不动产类投资方面，横琴人寿以不动产投资计划和基础设施债权计划为主要配置方向，借助股东在房地产行业基础较好的有利条件，并通过对房地产企业的深度研究，持

续加大风险可控、收益较好的不动产项目投资力度，不动产投资规模有所增长，占投资资产的比重亦呈上升趋势。横琴人寿不动产投资项目主要位于北京、上海、大湾区、环京地区、武汉等地区，平均期限在3年左右，发起人主要包括人保资本投资管理有限公司、光大永明资产管理股份有限公司、平安信托有限责任公司等机构，收益率约在6.1%~7.2%之间，收益水平普遍较高。2020年，横琴人寿不动产类投资规模保持稳定，占投资资产总额的比重保持在较为合理水平。

其他金融资产方面，横琴人寿以信托计划投资为主要配置方向，发行方以中信信托有限责任公司、五矿国际信托有限公司、中诚信托有限责任公司等为主，底层资产主要为流动资金贷款，行业涉及综合、建筑装饰、电子、采掘等，投资期限主要集中于1至3年。2020年，横琴人寿信托计划投资策略相对稳健，随着部分前期项目到期赎回，其他类投资规模及占比均有所下降。从投资资产质量来看，截至2020年末，横琴人寿信托计划等其他类投资均未发生本金或利息逾期，投资资产质量良好。

从投资收益情况来看，得益于投资规模的上升以及权益类投资占比的提高，横琴人寿投资收益水平持续增长，2020年投资资产收益率上升至8.09%。此外，考虑到行政监管措施及部分业务阶段性暂停，横琴人寿未来投资业务开展及投资资产结构变化等情况仍需持续关注。

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：	3.77	25.11	8.34	7.07	20.54	4.71
其中：货币型基金	0.70	0.30	0.62	1.32	0.25	0.35
活期存款	0.70	2.70	2.54	1.31	2.21	1.43
通知存款	0.00	7.04	0.00	0.00	5.76	0.00
货币市场类保险资管产品	0.59	14.55	4.11	1.11	11.91	2.32
逆回购协议	1.77	0.06	0.74	3.33	0.05	0.42

其他	0.00	0.45	0.33	0.00	0.37	0.19
固定收益类资产:	23.43	28.25	85.22	43.96	23.12	48.08
其中: 银行存款	4.30	4.45	15.17	8.07	3.64	8.56
债券	18.26	20.15	49.27	34.27	16.49	27.80
存单	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
债券型基金	0.30	1.48	3.66	0.57	1.21	2.06
固收类资管产品	0.57	2.16	17.13	1.06	1.77	9.66
权益类资产:	3.48	14.92	33.99	6.54	12.21	19.18
其中: 股票	2.46	10.11	11.23	4.62	8.27	6.34
股票/混合型基金	0.39	3.13	6.33	0.72	2.56	3.57
指数型基金	0.00	0.10	0.00	0.00	0.08	0.00
权益类资管产品	0.14	0.01	0.43	0.26	0.01	0.24
股权投资基金	0.00	0.50	7.15	0.00	0.41	4.03
未上市企业股权	0.00	0.57	0.40	0.00	0.47	0.23
股权投资计划	0.50	0.50	8.44	0.94	0.41	4.76
不动产类资产:	12.81	21.23	22.08	24.03	17.37	12.46
其中: 基础设施债权计划	5.01	6.01	9.42	9.40	4.92	5.31
不动产投资计划	7.80	15.22	12.66	14.63	12.45	7.14
其他金融资产:	9.87	32.69	27.61	18.50	26.76	15.58
其中: 信托计划	9.81	32.69	27.61	18.38	26.76	15.58
其他资产*	0.07	0.00	0.00	0.13	0.00	0.00
合计	53.36	122.20	177.24	100.00	100.00	100.00
投资资产收益率	4.56	6.60	8.09	--	--	--

注: 因四舍五入效应致使合计数据存在一定误差; 投资资产收益率为公司财务收益率口径

数据来源: 横琴人寿提供数据, 联合资信整理

六、财务分析

横琴人寿提供了 2020 年财务报告及偿付能力报告, 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, 横琴人寿保险业务稳步发展, 较大规模的准备金计提推高了营业支出, 但保险业务收入规模的增长以及较好的投资回报带动营业收入持续提升, 横琴人寿盈利水平由亏损转为盈利, 盈利能力稳步提升; 但其投资收益及盈利稳定性有待观察。

2020 年, 横琴人寿坚持产品转型, 银邮渠道较为夯实, 同时保险经纪等渠道持续丰富, 保险业务拓展力度进一步加大, 传统寿险等保险业务规模实现增长, 进而带动保险业务收入

较上年明显提升。另一方面, 横琴人寿 2019 年与中再签署了《比例再保险合同》, 当年分出保费规模较大, 但由于合同涵盖的保单在 2020 年的续期保费较少, 2020 年的分出保费规模明显收缩。但横琴人寿投资收益的实现较为依赖资本市场行情攀升带来的权益投资收益, 在目前资本市场行情波动的背景下, 其投资收益及营业收入的稳定性有待观察。

横琴人寿营业支出主要包括退保金、赔付支出、提取保险责任准备金、手续费及佣金支出和业务及管理费等, 其中退保金主要为寿险产品退保金, 赔付支出包括赔款支出、死伤医疗给付和年金给付。2020 年, 在传统寿险及健康险规模增长的背景下, 横琴人寿死伤医疗给付增长进而带动当年赔付支出有所上升。从成本管控方面来看, 随着期缴业务及保险经纪渠道的持续拓展, 横琴人寿手续费及佣金净支出

水平和手续费及佣金率有所增加，但随着业务规模的持续扩大，综合费用率有所下降。

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	24.49	30.73	64.29	25.50	109.19
保险业务收入	24.62	59.55	66.22	141.85	11.20
减：分出保费	0.09	28.81	1.91	31065.61	-93.38
净承保保费收入	24.53	30.74	64.31	25.32	109.21
减：转回/提取未到期责任准备金	-0.04	-0.01	-0.03	-76.86	159.70
保险业务成本	28.28	37.77	70.94	33.57	87.82
赔付支出	0.08	0.34	0.52	309.89	53.46
减：摊回赔付支出	0.01	0.21	0.91	1784.63	323.78
手续费及佣金支出	3.45	7.93	11.93	129.95	50.37
业务及管理费	2.84	4.06	5.04	42.60	24.25
转回/提取保险责任准备金	22.00	54.80	57.02	149.10	4.05
减：摊回保险责任准备金	0.08	29.14	2.66	34475.10	-90.89
综合费用率	25.68	38.31	26.38	/	/
手续费及佣金率	14.01	13.32	18.01	/	/

数据来源：横琴人寿审计报告及财务报表，联合资信整理

横琴人寿投资收益主要为利息收入、股息分红收入和买卖价差损益。2020年，横琴人寿投资收益显著增长，主要是由于其持有的较大规模权益类投资在当年资本市场行情攀升所致。2020年，横琴人寿实现投资收益12.84亿元，较上年增长102.20%（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	2.17	6.33	12.84
公允价值变动损益	-0.07	0.04	0.01
总投资收益	2.10	6.36	12.86
投资资产总额	53.36	122.20	177.24

数据来源：横琴人寿审计报告及财务报表，联合资信整理

横琴人寿业务死亡率、赔付率等与定价假设差异较小，损失发生风险变化不大。横琴人寿退保金主要由传统年金类产品、分红两全类产品产生。随着保险业务规模的增长，横琴人寿退保金规模及综合退保率有所上升。

表 14 退保情况

单位：%

项目	2018年末	2019年末	2020年末
综合退保率	1.56	0.93	1.63
退保金	0.50	0.81	2.55
赔付率	0.29	0.41	0.60

数据来源：横琴人寿审计报告及提供资料，联合资信整理

得益于保险业务较快发展带来的保费收入稳步增长，加之当期投资收益明显增长，横琴人寿盈利能力有所提升，2020年实现转亏为盈，但净利润规模小，同时考虑到公司存在较大规模的未弥补亏损，盈利能力仍待提升（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	-2.46	-2.41	0.59
净利润	-2.46	-2.41	0.59
总资产收益率	--	--	0.30
净资产收益率	--	--	3.87

数据来源：横琴人寿审计报告及财务报表，联合资信整理

2. 流动性

横琴人寿资产负债期限错配及流动性风险可控。

横琴人寿基于利率行情和走势判断，主动配置长期险资产，拉长资产端久期，缩小资产负债久期缺口，提高资产负债久期匹配。横琴人寿的投资资产主要为可供出售金融资产、应收款项类投资资产和流动性等资产，资产端整体久期相对较短；目前公司的保单期限以中长期为主，负债端久期相对较长。2020年以来，横琴人寿加大期缴产品拓展力度，负债端久期有所加长。为此，横琴人寿提高长长期利率债配置规模以拉长资产端久期水平，缩小资产负债久期缺口。截至2020年末，公司资产的平均久期为5.27年，负债现金流流入久期为4.57年，负债现金流流出久期为7.29年，久期缺口为-3.19年。

从资产构成来看，公司持有有一定规模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（扣除未上市股权投资）等。2020年以来，随着债券资产配置规模的增加，横琴人寿可快速变现资产规模明显提升，占资产总额的比重亦有所提高。从负债构成来看，2020年，随着保险规模的较快增长，横琴人寿寿险责任准备金规模显著上升，带动保险合同准备金规模增长，但随着业务规模的积累，当期赔付支出亦有所上升，进而导致当期准备金赔付倍数略有下降，但仍保持较高水平。

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	25.91	64.70	119.19
可快速变现资产/资产总额	46.74	40.16	50.95
保险合同准备金	30.33	85.14	142.19
准备金赔付倍数	51.90	73.96	46.24
未来 1 年内的综合流动比率	315.63	121.77	129.78
流动性覆盖率 (压力情景 1)	937.51	1396.16	847.73
流动性覆盖率 (压力情景 2)	105.85	599.38	823.99

数据来源：横琴人寿审计报告、偿付能力报告，联合资信整理

截至 2020 年末，横琴人寿短期流动性比率及流动性覆盖率等指标结果良好。根据横琴人寿精算假设及 2020 年第四季度流动性压力测试结果显示：在基本情景下，横琴人寿在报告日后未来三年内各期间指标值均高于 100%，现金流配置状况较好；3—5 年及 5 年以上期间的指标值低于 100%，横琴人寿将加强中长期资产配置。

3. 资本充足性

2020 年，横琴人寿偿付能力水平有所下降，在保险业务保持较快发展趋势的背景下，资本水平有待补充。

在资本补充方面，2020 年横琴人寿未进行增资扩股，但在转亏为盈弥补前期亏损的基础上，横琴人寿所有者权益水平略有上升。截至 2020 年末，横琴人寿所有者权益合计 15.32 亿元，其中实收资本 20.00 亿元、未弥补亏损 5.53 亿元。

认可负债方面，横琴人寿认可负债主要为准备金负债及保户储金及投资款。2020 年，受寿险责任准备金规模增长的影响，横琴人寿认可负债较上年明显增加，认可负债结构保持相对稳定。认可资产方面，横琴人寿认可资产主要是由投资资产、应收及预付款项、现金及流动性管理工具和再保险资产构成。2020 年，在投资资产规模增长的影响下，横琴人寿认可资产规模亦明显增加，认可资产规模较上年末保持相对稳定，资产整体认可度较高。

2020 年横琴人寿发行了本金 11 亿元的资本补充债券，较大程度上补充了其附属一级资本，进而使得横琴人寿实际资本水平较上年有所增加。另一方面，横琴人寿持续推进保险业务的价值转型，随着公司产品结构及期限结构不断优化，保障型产品及长期产品业务发展对资本消耗较大，同时在权益类投资等资产规模增长影响下，横琴人寿寿险业务保险风险最低资本及市场风险最低资本均呈上升趋势，进而导致最低资本规模较上年末明显增长，年末偿付能力有所下降。考虑到随着横琴人寿保险业务转型的不断推

进，以及投资资产结构调整压力，未来公司偿付能力仍待提升。

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	55.43	161.08	233.87
负债总额	39.56	146.10	218.55
注册资本	20.00	20.00	20.00
所有者权益	15.87	14.99	15.32
认可资产	54.96	164.93	239.77
认可负债	39.48	148.40	212.68
实际资本	15.48	16.53	27.09
其中：核心一级资本	15.48	16.53	16.10
最低资本	4.65	9.70	17.31
认可资产负债率	71.84	89.98	88.70
核心偿付能力充足率	332.57	170.43	93.02
综合偿付能力充足率	332.57	170.43	156.49
综合偿付能力充足率（行业平均水平）	241.00	240.70	/

注：行业平均综合偿付能力充足率数据来源 wind
数据来源：横琴人寿偿付能力报告，联合资信整理

七、债券偿付能力分析

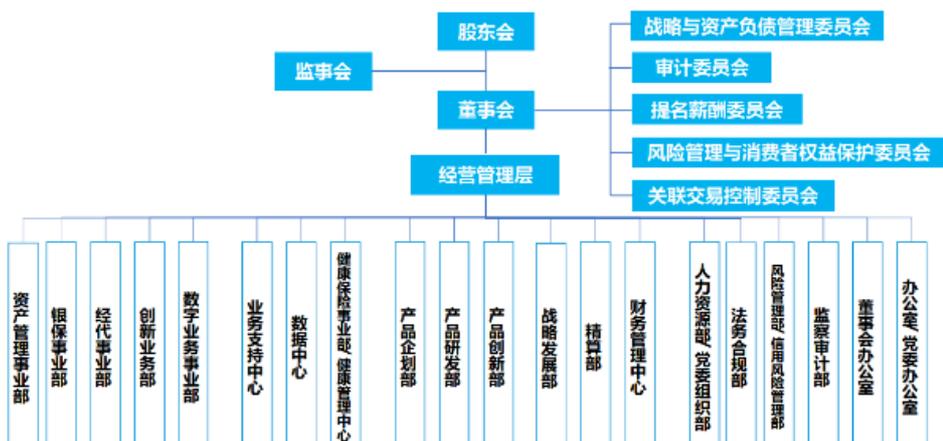
截至本报告出具日，横琴人寿已发行且尚在存续期内的资本补充债券本金 11 亿元。资本补充债券本金的清偿顺序和利息支付顺序列于保单责任和其他普通负债之后，股权资本等核心资本工具之前；假若横琴人寿无法如约支付本息时，该资本工具的权益人无权向法院申请对保险公司实施破产清偿。存续期内的资本补充债券设定 1 次公司选择提前赎回的权利。在行使赎回权后发行人的综合偿付能力充足率不低于 100%的情况下，经报中国人民银行和中国银保监会备案后，发行人可以选择在第 5 个计息年度的最后一日，按面值全部或部分赎回债券。

此外，资本补充债券能否按期偿本付息主要取决于资本补充债券存续期内公司的业务发展持续性、盈利水平以及募集资金的使用情况，综合考虑横琴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，联合资信认为横琴人寿能够为已发行资本补充债券提供足额本金和利息，已发行资本补充债券的偿付能力很强。

八、结论

综合上述对横琴人寿公司治理、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，在未来一段时间内横琴人寿信用水平将保持稳定。

附录 2 2020 年末横琴人寿组织架构图



数据来源：横琴人寿提供，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%
综合退保率	(本期退保金+保户储金及投资款的退保金)/(期初长期险责任准备金+保户储金及投资款期初余额+本期长期险保费收入)×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。