

信用评级公告

联合〔2021〕6268号

联合资信评估股份有限公司通过对阳光财产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，确定维持阳光财产保险股份有限公司主体长期信用等级为 AAA，“16 阳光财险”（30 亿元）信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

二〇二一年七月十二日

阳光财产保险股份有限公司

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
阳光财产保险股份有限公司	AAA	稳定	AAA	稳定
16 阳光财险	AAA	稳定	AAA	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
16 阳光财险	30 亿元	5+5	2026 年 8 月 23 日

评级时间: 2021 年 7 月 12 日

主要数据

项目	2018 年末	2019 年末	2020 年
资产总额(亿元)	564.18	613.69	633.24
投资资产净额(亿元)	331.82	341.69	363.10
负债总额(亿元)	460.25	474.24	479.08
保险合同准备金(亿元)	301.82	336.95	335.81
股东权益(亿元)	103.94	139.45	154.16
实际资本(亿元)	135.18	168.99	182.21
核心偿付能力充足率(%)	146.02	173.39	193.64
综合偿付能力充足率(%)	207.30	227.09	248.02

项目	2018 年	2019 年	2020 年
营业收入(亿元)	341.76	387.78	404.88
已赚保费(亿元)	323.30	361.90	371.54
净利润(亿元)	7.22	11.93	8.13
资金运用收益率(%)	4.66	5.98	7.28
营业费用率(%)	22.93	25.96	28.10
综合赔付率(%)	53.24	56.77	58.36
综合成本率(%)	98.59	99.24	99.88
手续费及佣金率(%)	17.90	13.29	14.01
总资产收益率(%)	1.35	2.03	1.30
净资产收益率(%)	6.59	9.81	5.54

数据来源: 阳光财险审计报告、偿付能力报告及提供资料, 联合资信整理

分析师

林璐 李铭飞

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”) 对阳光财产保险股份有限公司(以下简称“阳光财险”或“公司”)的评级反映了其作为阳光保险集团股份有限公司(以下简称“阳光保险集团”) 旗下财产险子公司以及在国内财产险市场行业排名前列的险企, 具有较强的竞争优势、良好的品牌效应、广阔的销售网络、较强的股东背景、具有较为完善的公司治理机制和风险控制体系、偿付能力保持充足水平等方面的有利因素。同时, 联合资信也关注到, 阳光财险保费收入增长承压、综合成本率及综合赔付率的提升使其盈利水平进一步下滑, 对其经营发展及信用水平可能带来的不利影响。

未来, 公司将深化以客户为中心的战略转型, 以非车战略发展、车险智能生命表、数字化转型为核心驱动力, 提升销售、运营、理赔、机构和科技五大能力, 推进车险高质量发展、非车快速增长。另一方面, 公司目前保险业务收入仍以车险业务收入为主, 受国内汽车销售市场发展增速放缓、商业车险费率改革以及市场竞争加剧等因素影响, 未来业务发展情况及盈利表现有待观察。

综上所述, 联合资信评估有限公司确定维持阳光财产保险股份有限公司主体长期信用等级为 AAA, 维持“16 阳光财险”(30 亿元)的信用等级为 AAA, 评级展望为稳定。该评级结论反映了阳光财险已发行的资本补充债券违约风险极低。

优势

- 市场竞争力强。**公司治理机制与风险管理体系运行良好, 2020 年保费收入持续增长; 原保费收入在国内财险行业中位居前列, 市场竞争力较强。
- 业务品质较好。**2020 年, 公司业务结构持续优化, 非车险业务占比不断提升, 业务

品质逐步优化。

3. **资本实力较强，偿付能力充足。**得益于持续的增资和较好的内源性资本补充，公司资本实力较强，偿付能力保持充足水平。
4. **股东支持力度大。**公司股东阳光保险集团通过整合旗下保险和投资资源，能够从资本补充、业务拓展、内部管理等方面给予公司支持。
5. **财产险行业市场空间大。**国内财产险深度远低于发达国家，市场潜力巨大，为公司发展提供了较好的市场环境；近年来，监管机构不断加大对保险公司合规经营的监管力度，有利于财产险行业的稳定发展。

关注

1. **汽车销售行业波动以及商业车险费率改革等因素对公司业务开展影响较大。**阳光财险保险业务收入以车险业务收入为主，2020年受国内汽车销售市场发展增速放缓、商业车险费率改革以及市场竞争加剧等因素影响，公司业务增速有所放缓。
2. **资本市场的不确定性等因素对公司盈利带来压力。**在当前资本市场震荡的市场环境下，投资资产的价值波动将给公司盈利的稳定性带来一定挑战。此外，保险费率改革、市场竞争加剧以及新冠疫情等因素对财产险行业盈利水平和风险管理产生一定压力。
3. **资本补充债券受偿顺序劣后，存在劣后受偿风险。**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，公司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公司实施破产清偿。

声 明

一、本报告引用的资料主要由阳光财产保险股份有限公司（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。

阳光财产保险股份有限公司

2021 年跟踪评级报告

一、主体概况

阳光财产保险股份有限公司(以下简称“阳光财险”或“公司”)成立于 2005 年,是经原中国保险监督管理委员会批准成立的全国性保险公司,初始注册资本 11.00 亿元。2007 年,阳光保险集团股份有限公司(以下简称“阳光保险集团”)以阳光财险为基础,重新组建成立。历经多次增资扩股及股权转让,截至 2020 年末,阳光财险实收资本及注册资本均为 57.46 亿元,其中阳光保险集团对阳光财险的持股比例为 96.31%;阳光人寿保险股份有限公司(以下简称“阳光人寿”)对阳光财险的持股比例为 3.69%;阳光保险集团持有阳光人寿 99.9999% 股权。阳光财险股东持股情况见表 1,股权结构图见附录 1。阳光财险的控股股东为阳光保险集团,无实际控制人。

表 1 截至 2020 年末股东持股比例 单位: %

股东名称	持股比例
阳光保险集团股份有限公司	96.31
阳光人寿保险股份有限公司	3.69
合计	100.00

数据来源:阳光财险审计报告,联合资信整理

截至 2020 年末,公司累计开业机构 1893 家,其中二级机构 36 家、省会中心支公司 26 家、地市中心支公司 280 家、三级支公司 116 家、四级机构 1435 家。截至 2020 年末,阳光财险控股子公司共 17 家,主要包括:阳光信用保证保险股份有限公司、阳光之音保险销售服务有限公司等。

阳光财险注册地址:北京市通州区永顺镇商通大道 1 号院 2 号楼三层。

阳光财险法定代表人:李科。

二、已发行债券概况

阳光财险存续期内并经联合资信评级的债券为 2016 年资本补充债券(30 亿元),债券概况见表 2。

2020 年以来,阳光财险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
16 阳光财险	30 亿元	3.58%	10 年期,第 5 年末发行人具有赎回选择权	每年

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) 宏观经济运行

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

¹ 文中 GDP 增长均为实际增速,下同。

亿大关，投资超越消费再次成为经济增长的主要驱动力（见表3）。

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、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	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
城镇登记失业率 (%)	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、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

资料来源：联合资信根据国家统计局和 Wind 数据整理

消费对 GDP 的拉动作用明显提升，成为拉动经济的主引擎；投资拉动垫底；净出口创 2007 年以来新高。从两年平均增长来看，2021 年一季度社会消费品增速为 4.20%，延续了上年逐季恢复的趋势，与疫情前水平的差距进一步缩小；消费超越投资重新成为拉动经济增长的主

引擎，疫情以来对 GDP 增长的拉动作用首次转正，但仍低于疫情前正常水平。一季度固定资产投资完成额 9.60 万亿元，同比增长 25.60%，两年平均增长 2.90%，与疫情前正常水平差距较大，固定资产投资仍处在修复过程中；资本形成总额对 GDP 增长的拉动作用最弱，疫情以来主

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。

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，加上年初局部疫情影响，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. 财产险行业发展概况

(1) 行业概况

2020年以来，受新冠疫情的冲击，居民消费意愿持续下降，国内新车销量较去年同期有所下滑，车险保费收入规模增幅较小造成财产险保费收入增幅进一步下滑；健康险、责任保险、农业保险等非车险险种保费收入的快速增长，对财产险公司保费收入规模的贡献度持续提升。

2020年以来，在新冠疫情的冲击下，居民消费意愿持续下降，国内新车销量较去年同期有所下滑，车险保费收入规模增幅较小，造成财产险保费收入增幅进一步下滑。2020年，财产险业务保费收入1.35万亿元，同比增长4.36%，增幅比上年下降3.80个百分点。产品结构方面，商业车险仍然是财产保险中占比最高的险种；但2020年以来，在车险保费收入增长乏力的背景下，短期健康险、责任保险、农业保险等非车险险种保费收入的快速增长，对财产险公司保费收入规模的贡献度持续提升。2020年，全国车险保费收入8245亿元，同比增长0.70%；健康险保费收入1114亿元，同比增长32.62%，已成为财产险公司的第二大险种；与国计民生密切相关农业保险业务继续保持较快增长，实现原保险保费收入815亿元，同比增长21.28%。资产方面，2020年末财险公司总资产23423亿元，较年初增长2.11%。

从财险市场竞争格局来看，市场集中度略有下降但仍保持高水平，同时部分主体市场占有率排名有所变化。截至2020年末，根据wind数据统计，在88家财产险公司（中资公司65家，外资公司23家）中，原保险保费收入前10的财产险公司市场份额合计占比保持在85%左右（见表4），其中前3大财产险公司市场占比保持在64%左右，市场集中度高。2020年，天安财险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；得益于平台的持续建设、灵活的定价水平、较好的营销策略和相应的产品开发，互联网保险公司众安在线市场份额明显提升。此外，2020年外资公司市场份额较2019年增长0.63个百分点至2.56%，由于外资财产险公司车险经营处于劣势，市场占有率仍处于较低水平。

表4 财险公司市场集中度

单位：%

排名	2018年		2019年		2020年	
	公司	市场占比	公司	市场占比	公司	市场占比
1	人保股份	33.01	人保股份	33.17	人保股份	31.80
2	平安财险	21.05	平安财险	20.82	平安财险	21.04

3	太保财险	9.98	太保财险	10.16	太保财险	10.80
4	国寿财产	5.88	国寿财险	5.92	国寿财险	6.36
5	大地财产	3.61	中华联合	3.73	中华联合	3.88
6	中华联合	3.59	大地财险	3.72	大地财险	3.52
7	阳光财产	3.08	阳光财产	3.04	阳光财产	2.74
8	太平保险	2.06	太平保险	2.07	太平保险	2.07
9	出口信用	1.66	天安财险	1.20	众安在线	1.23
10	天安财险	1.28	出口信用	1.13	出口信用	1.21
	合计	85.21	合计	84.94	合计	84.66

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

(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，新冠肺炎疫情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

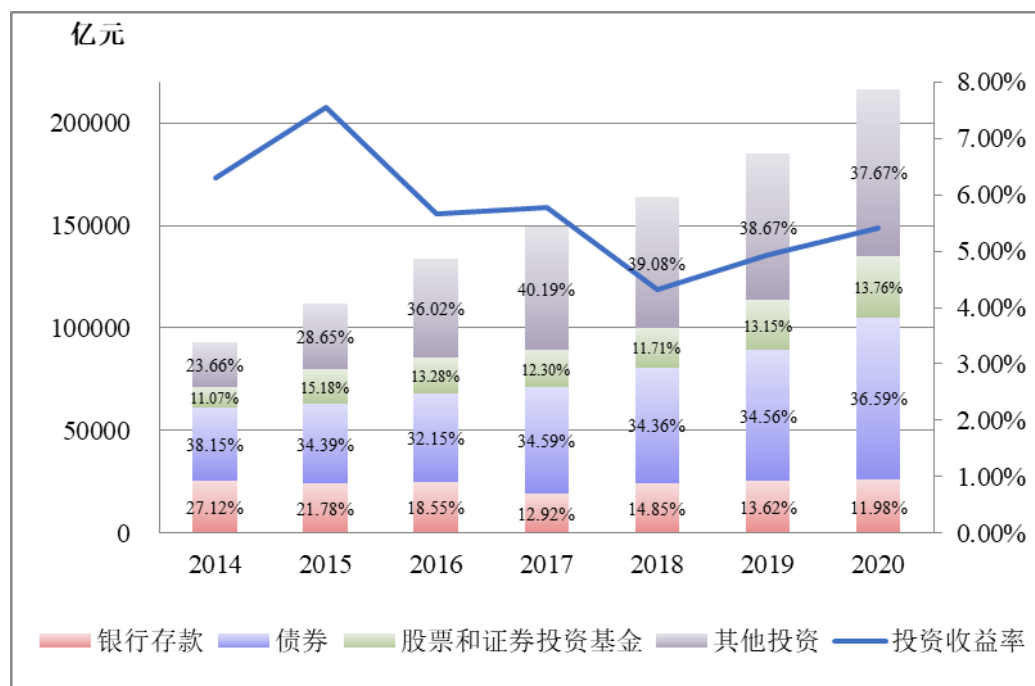
保利润空间被进一步挤压。

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

财产险公司整体偿付能力保持在充足水平，且高于人身险行业，但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。

与人身险公司相比，财产险公司的偿付能力充足率水平整体更高。根据银保监会披露的保险业偿付能力状况表，截至 2020 年 3 季度末，财产险公司的平均综合偿付能力充足率为

267.6%，平均核心偿付能力充足率为 240.2%。

根据 76 家已发布 2020 年第四季度财产险公司偿付能力报告财产险公司披露数据显示，相较于 2020 年第三季度末，截至 2020 年 4 季度末，有 35 家财产险公司综合偿付能力充足率下降。除安心保险核心偿付能力充足率和综合偿付能力充足率均为负外，其余所有财产险公司的核心偿付能力充足率均高于 50%，综合偿付能力充足率均高于 100%。从统计结果看，有 16 家财产险公司综合偿付能力充足率高于 500%；57 家财产险公司在 200%至 500%之间；浙商财险、渤海财险和安心保险综合偿付能力充足率低于 150%，长安责任和安心保险的核心偿付能力充足率低于 100%。银保监会尚未披露 2020 年四季度末的平均综合偿付能力充足率和平均核心偿付能力充足率。

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。2020 年，财产险公司资本

补充债发行数量较上年增加 1 只，规模明显上升，全年财产险行业发行资本补充债 127.5 亿元。总体看，虽然保险行业偿付能力保持充足水平，但部分财产险公司补充资本的需求仍然存在，另外，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。

3. 行业监管与政策支持

监管政策不断细化推动保险行业监管制度体系不断完善，并更加强调保险产品的保障功能及消费者权益保护，险资运用范围扩大的同时提升运用规范要求，整体延续风险管控趋严的政策基调。逐步健全的监管体系、加大对外开放力度、严格的监管政策以及相关支持政策均有助于国内保险公司持续稳健地经营和发展。

2020 年，银保监会继续保持强监管态势并加快完善保险行业监管制度体系，进一步引导保险行业发挥服务社会保障体系的重要功能。2020 年新冠肺炎疫情对保险行业展业方面造成一定冲击，但监管力度并未因此而下降。相较于 2019 年，银保监会在保险行业处罚力度方面有所加大，处罚涉及主体数量、处罚金额和处罚措施均有所增加，处罚所涉及方面也更广。

2020 年全国保险监管系统累计公布了 1705 张监管处罚的罚单，罚单总金额高达 2.36 亿元，涉及 342 家保险机构。从受罚机构类型上看，人身险、财险公司及其分支机构、保险中介机构依旧是主要受罚对象，其中以财险公司占比较高；从处罚原因方面来看，2020 年监管处罚原因中涉及到公司治理、股东违法违规行为、编制虚假材料、业务操作违规等方面，处罚更加突出整治保险行业乱象与维护消费者合法权益的监管意图；处罚方式包括罚款、吊销营业执照、公布违法违规名单和依法接管等。

在政策制定方面，2020 年全年银保监会累计发布各类政策 71 项，其中，人身险方面 21 项，财产险方面 19 项，中介方面 9 项，资管

方面 9 项，其他 13 项。人身险方面，健康险作为人身险的重要组成部分依旧是监管规范的重点，2020 年银保监会就健康险业务从产品开发、销售管理等多方面出台监管政策，2020 年 1 月发布《关于规范短期健康保险业务有关问题的通知（征求意见稿）》、2 月发布《关于进一步规范健康保障委托管理业务有关事项的通知》等等，相关政策的出台进一步规范健康险业务的同时也为今后一段时间健康险业务增长划定方向。与此同时，政策进一步规范人身险公司在销售环节、市场风险监测、投保作业和产品回访等方面的具体行为。

财产险方面，车险综合改革成为 2020 年财产险政策变化的重点，2020 年 9 月，出台的《实施车险综合改革指导意见》预计将进一步推动市场化条款费率形成机制的建立，变革有望进一步推动财产险公司优化业务结构、提升服务质量，利好车险消费者，对今后一段时间车险行业将产生较为深远的影响；非车险业务方面，出台信用保险和保证保险业务监管办法提升了融资性信保业务门槛，同时进一步明确农险业务的经营条件。

在中介渠道方面，2020 年银保监会出台了保险代理人监管规定、互联网保险业务监管办法等政策，政策在坚持持牌经营的原则下，进一步理顺各业务主体的责任与关系。

资金运用方面，通过出台保险资管产品新规及配套规则、发布保险资金投资银行资本补充债券及参与金融衍生产品、国债期货和股指期货交易有关政策，在进一步扩大险资运用范围的同时也对其风险防范与资金使用提出了更高要求。

2021 年 1 月，银保监会发布《关于规范短期健康保险业务有关问题的通知》，并指出短期健康保险产品应当以提升人民群众的健康保障水平，满足多层次、多样化的健康保障需求为目标，不断扩大健康保障与健康管理服务的覆盖面，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，阳光财险能够保持较为合理的公司治理体系，内部控制流程建设进一步提升；另一方面，机构的扩张及业务的不断发展，将持续对公司治理及内控水平提出更高要求，同时合规管理能力需进一步提升。

阳光财险成立于2005年7月，初始注册资本11.00亿元。历经多次增资扩股及股权转让，截至2020年末，阳光财险实收资本57.46亿元，阳光保险集团和阳光人寿直接持股比例分别为96.31%和3.69%。截至2020年末，阳光财险股东未对外进行股权质押。

阳光保险集团于2007年6月成立，目前拥有财产保险、人寿保险、信用保证保险、资产管理、医疗健康等多家专业子公司。阳光保险集团无控股股东以及实际控制人。自成立以来，阳光保险集团累计承担社会风险1410万亿元，支付各类赔款超2020亿元，上缴税收超530亿元，累计为超4.18亿客户提供保险保障。截至2020年末，阳光保险集团资产总额4054.80亿元，所有者权益569.21亿元；2020年实现营业收入1149.80亿元。

阳光人寿成立于2007年12月，资本规模在国内寿险行业中位居前列，阳光保险集团持有阳光人寿99.9999%股权，为其控股股东。截至2020年末，阳光人寿资产总额3372.71亿元，所有者权益355.55亿元；2020年，阳光人寿实现营业收入738.42亿元，净利润38.36亿元。

在阳光保险集团综合金融战略整体部署下，阳光财险完善与集团其他公司合作机制，持续加强与集团内公司的协同互助，强化产寿互动、投资保险联动等。此外，阳光财险章程中规定，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。

2020年，阳光财险持续完善公司治理架构，股东大会、董事会、监事会和高级管理层之间各自发挥良好效能，并形成了有效的制约机制。

董事会、监事会、高级管理层分别是公司的决策机构、监督机构和执行机构。截至2020年末，阳光财险董事会共有6名董事（其中1名董事为拟任董事），设董事长1名；监事会由3名监事组成，其中股东监事2名。公司现任董事长李科先生曾任中国人民保险集团股份有限公司山东分公司副总经理以及阳光财险副总裁、副董事长等职务，具有较为丰富的保险业金融机构从业经验及管理经验。阳光财险高级管理层由总经理、副总经理、总经理助理、财务负责人、审计责任人、合规负责人等组成。公司前任总经理秦卫星先生曾任阳光财险山东分公司总经理、阳光财险副总经理等职务，2021年1月因个人原因不再担任公司总经理一职。目前，阳光财险由副总经理王霄鹏主持工作。阳光财险高级管理人员学历较高，具有较为丰富的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。

从关联交易情况来看，2020年阳光财险关联方保险业务收入0.12亿元，为向联营企业出售保险产品收取的金额；业务及管理费支出2.89亿元，主要为向关联方支付的咨询费用以及房屋使用费用；手续费及佣金支出7.80亿元，为向关联方支付的与销售保险产品相关的手续费及佣金费用，参考市场价格确定。截至2020年末，阳光财险对关联方其他应收款余额1.09亿元，主要为保险销售服务公司其他应收款；对阳光资产管理股份有限公司应付管理费余额1.03亿元；向阳光人寿长期借款余额3.20亿元。公司关联交易风险相对可控。

根据银保监会网站披露的处罚信息，2020年以来阳光财险下辖省会中心支公司、地市中心支公司因操作不规范问题、编制虚假资料、虚列费用等问题多次受到监管处罚，整体合规性管控有待加强。根据阳光财险偿付能力报告披露，阳光财险2020年四个季度的监管评级均为B级，公司合规管理需进一步加强。

五、业务经营分析

1. 经营概况

2020年以来,阳光财险以品质价值、盈利能力、可持续发展、客户满意作为经营方向,凭借股东资源优势,积极拓展市场,创新产品与服务,构建了线上线下一体化的客户服务体系,积极服务国家战略和实体经济,树立了“阳光速度”同业口碑。阳光财险凭借股东的资源优势,不断推进渠道建设,创新业务品种,调整业务结构;但受新冠疫情影响,加之商车费改、监管趋严对产险行业的冲击,原保险保费收入有所下滑,市场份额有所下降,市场排名保持稳定(见表5)。

表5 公司业务经营及市场排名 单位:亿元、%

项目	2018年	2019年	2020年
原保险保费收入	362.32	395.01	372.70
原保险保费收入较上年变动情况	8.29	9.02	-5.65
原保险保费收入市场份额	3.08	3.03	2.70
市场排名/市场家数	7/88	7/88	7/88

数据来源:中国保险行业协会网站、银保监会网站及阳光财险提供资料,联合资信整理

2. 业务经营分析

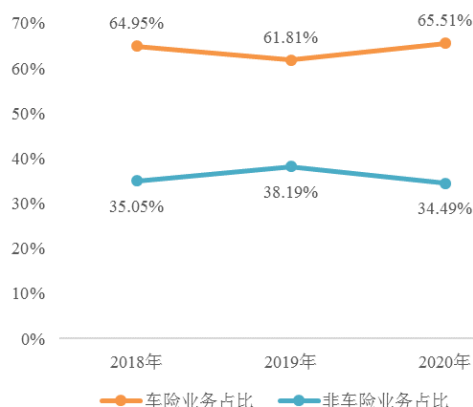
阳光财险主要险种以车险为主,2020年受新冠疫情影响,保证保险业务收入下降使得阳光财险保险业务收入有所下滑;受国内汽车销售市场低迷及商车费改等因素影响,需关注未来汽车销量波动可能给公司车险业务保费收入带来的影响。

(1) 保险业务

阳光财险对车险业务保费收入依赖度较高,2020年以来意外险和健康险业务收入对保费收入的贡献度有所提高,但受保证保险业务收入下降影响,非车险业务收入整体贡献度有所下降。阳光财险保险业务主要分为车险业务和非车险业务两大类,在国内汽车消费市场低迷以及商车费改政策逐步实施的背景下,阳光财险主动调整业务结构,加大非车险产品的创

新力度,但车险业务收入仍是保险业务收入的主要来源,占原保险保费收入的比例在60%以上(见表6)。

图2 车险及非车险业务收入占比



数据来源:阳光财险提供资料,联合资信整理

表6 各险种原保险业务收入情况 单位:亿元

项目	2018年	2019年	2020年
机动车辆保险	237.52	246.13	241.03
信用保证保险	73.40	85.74	55.90
企业财产险种	7.53	7.69	8.28
意外险和健康险	19.33	26.83	34.65
责任险	13.79	16.50	17.73
货物运输险	3.45	4.60	5.79
工程险	2.81	2.96	3.60
其他	4.49	4.56	5.71
合计	362.32	395.01	372.70

数据来源:阳光财险提供资料,联合资信整理

阳光财险车险业务主要指提供与机动车辆有关的保险产品,包括商业车险和交强险。车险业务结构方面,阳光财险严控10吨以上营业货车高风险业务,对于卸货车、出租车、摩托车、拖拉机等品质差的红色业务,由总公司直接控制承保或限定严格底线承保,同时聚焦家用车市场,家用车保费收入占比在50%以上,车险业务结构得到改善。阳光财险基于大量的数据分析和实证研究,研发出了全球保险业的第一张车险生命表,广泛应用于车险业务经营管理,提升车险业务的风险定价能力、系统支持能力、目标市场选择能

力，成为在车险市场长期的核心竞争力。2020年以来，阳光财险持续深化车险生命表智能工程推广，成立智能定价中心，强化机构终极赔付率的评估检视能力；优化评估机制，上线终极赔付率管理平台，支持机构深度参与终极赔付率评估工作，拓展多家大数据合作机构，丰富大数据定价因子。2020年受新冠疫情以及商车费改等因素的影响，阳光财险车险业务保费收入有所下降。

非车险业务方面，阳光财险主要开展信用保证保险、责任险、意外险和健康险等业务。阳光财险的信用保证保险定位消费金融客群、普惠型小微企业客群，根据信用记录、收入水平、负债率等建立评分模型，差异化选择目标客户群体，帮助缺少充足担保或信用能力较弱的客户快速申请金融机构小额贷款，缓解这类人群无法融资的困难，满足其在生活消费和经营方面的小额融资需求。阳光财险对信用保证保险业务开展综合授信核保体系建设，将数据的采集、整合和计算的能力，与风控策略、模型等风险管理技术的紧密结合，预测客户还款能力，并结合客户负债信息进行精准授信。2020年以来，新冠疫情对信用保证保险客群冲击较大，赔付率较高，为防范风险，阳光财险收缩信用保证保险业务力度，信用保证保险业务收入大幅下降。责任险方面，阳光财险瞄准中国广大的农村县域，以基层政府、农村县域客群为目标客户群体，并以此向中心城市逆向扩张，实施以“保险+服务”的专业差异化，即在每个细分领域突出服务功能，为对应政府部门及客户群体提供对应的服务，如专业风控服务、快速预赔服务、行业生态圈服务等。2020年以来，阳光财险责任险业务收入及占比有所提升。意外险和健康险方面，阳光财险在阳光融和医院设立“阳光汇”平台，打通伤情判断与费用审核的全流程，通过专业管理，控制赔付成本，建立交通事故诊疗标准，探索“险医融合”人伤理赔新模式。2020年以来，阳光财险意外险和健康险业务收入及占比均有所提

升。此外，2020年，阳光财险围绕企业复产复工面临的被迫停工停产损失、员工工资、隔离费用等主要风险，设计了疫情防控期间企业复工复产综合保险保障方案，同时围绕突发公共卫生事件、自然灾害事件开发突发公共事件救助保险，满足国家应急体系下的保障需求。

从销售渠道看，阳光财险目前设立信保、车商、直管、网电、银保等14个渠道，坚持专属专业经营，其中信保、网电、梦客实行事业部制管理。阳光财险明确了各层级机构渠道深化的目标及举措，不断下沉渠道，将渠道建设目标与机构、渠道、网电事业部的相关责任人员考核挂钩，提升为客户服务质量和效率，同时借助于各分支机构及销售人员的优势，继续扩大保险业务的覆盖范围。2020年，公司保费收入主要来源于车商、直管、网电、信保渠道等（见表7）。

表7 保险销售渠道 单位：亿元

渠道	2018年	2019年	2020年
直管	65.34	64.38	63.62
重客	15.85	15.41	16.83
银保	10.17	10.58	10.93
经代	13.74	9.35	6.72
车商	68.54	72.78	71.99
交叉销售	50.14	56.87	57.45
网电	53.86	59.38	59.44
信保	72.52	83.00	51.03
门店	7.59	12.13	18.97
互联网创新	3.69	9.68	13.09
其他	0.88	1.45	2.61
合计	362.31	395.01	372.70

数据来源：阳光财险提供资料，联合资信整理

（2）再保险业务

阳光财险保费分保业务规模不大，保费多以自留为主，再保险杠杆水平不高。

阳光财险再保险业务涵盖财产险、机损险、建安工险、责任险、意外险、农业保险、货运险、船舶险、船建险、油污责任险、保赔保险等主要险种。各险种最大自留额根据历史数据和阳光财

险风险偏好，经再保、产品、精算、风险管理等部门讨论，委托专业公司测算验证后确定，再保部将各险种最大自留额维护进再保业务系统，由系统匹配到核心业务和双核系统，并发布各险种合约实施细则向各级业务人员宣导，确保每笔业务的自留额符合公司风险管理要求。2020年，阳光财险分出及分入保费收入均有所增长。2020年，阳光财险分出保费规模17.66亿元，分保费收入1.75万元。

2020年，阳光财险再保险分出业务主要合作机构包括中国财产再保险有限责任公司、瑞士再保险股份有限公司北京分公司、汉诺威再保险股份有限公司上海分公司、前海再保险股份有限公司等，应收再保险资产规模保持增长，再保险杠杆水平略有提升，但再保险业务规模不大，再保险杠杆水平不高。再保险管理方面，阳光财险执行保险法相关规定，每一危险单位最大自留额不超过资本金和公积金总额的10%；各险种最大自留额根据历史数据、风险容忍度和风险限额，经再保、产品、精算、风险管理等部门讨论，委托专业公司测算验证后确定。阳光财险将各险种最大自留额维护进再保业务系统，由系统匹配到核心业务和核保核赔系统；发布各险种合约实施指引，向各级业务人员进行宣导，并定期进行系统核查，确保每笔业务的自留额符合公司风险限额要求。同时，阳光财险对巨灾累积责任通过系统进行监测，每季度对巨灾风险累积和再保安排情况进行评估，并形成报告。2020年，阳光财险自留保费比率为95.29%，自留保费资本率为325.32%

(见表8)。

表8 再保险杠杆水平及自留保费情况 单位：%

项目	2018年	2019年	2020年
应收再保险资产	23.81	24.19	26.97
再保险杠杆	22.90	17.35	17.49
自留保费	353.07	385.15	357.01
自留保费比率	96.54	96.72	95.29
自留保费资本率	406.50	355.94	325.32

数据来源：阳光财险审计报告，联合资信整理

(3) 投资业务

阳光财险投资方式以委托投资为主，2020年以来投资规模有所增长，投资配置相对稳定；但权益类投资占比较高，易受股票市场波动的影响，对公司盈利水平造成的影响需关注。

阳光财险将大部分资金委托阳光保险集团旗下的阳光资产管理股份有限公司（以下简称“阳光资产”）进行投资，自营投资由投资管理部负责管理。阳光资产严格执行监管法律法规要求的投资品种和比例范围进行投资配置，主要为固定收益类、权益类等投资，在资本金和偿付能力的约束下，制定受托资产配置计划，明确投资限制和业绩基准，努力实现设定的投资目标，并致力于将风险控制在可承受范围之内。考虑到阳光财险资金主要由阳光资产进行投资管理，其自主投资管理能力有待提升。

截至2020年末，阳光财险投资资产由标准化固定收益类资产、非标准固定收益类资产、其他固定收益类金融产品、含保证条款的权益类资产构成（见表9）。

表9 投资资产结构

单位：亿元、%

项目	余额			占比		
	2018年末	2019年末	2020年末	2018年末	2019年末	2020年末
货币资金	29.81	33.95	16.16	8.58	9.40	4.11
债务工具	127.41	135.80	162.44	36.66	37.58	41.32
权益工具	129.37	131.80	136.99	37.22	36.48	34.84
存出资本保证金	16.18	16.18	17.49	4.65	4.48	4.45
买入返售金融资产	4.50	4.76	2.56	1.30	1.32	0.65
定期存款	17.90	15.56	35.00	5.15	4.31	8.90
投资性房地产	7.46	7.24	7.79	2.15	2.01	1.98

长期股权投资	14.93	16.03	14.74	4.30	4.44	3.75
投资资产总额	347.55	361.33	393.17	100.00	100.00	100.00
减：卖出回购金融资产款	14.74	15.91	24.02	--	--	--
减值准备余额	0.99	3.73	6.05	--	--	--
投资资产净额	331.82	341.69	363.10	--	--	--

注：1.表中数据由于四舍五入可能存在一定误差；

2.其中权益工具投资划分为审计报告口径，包含部分固收类资管产品及债券型基金等

数据来源：阳光财险审计报告，联合资信整理

固定收益类投资方面，阳光财险的债券配置占比较高的品种主要为政府债、金融债、同业存单、企业债等，评级以AAA为主；非标投资以债权投资计划和信托计划为主，底层以大型央企和国企为主，外部信用评级主要为AAA。阳光财险在严控信用风险的前提下，选择交易结构清晰且收益率和期限符合负债端要求的项目进行配置，主要考虑融资人或担保人信用资质较好或者能提供优质资产作为抵押物的产品。截至2020年末，阳光财险债务工具投资余额162.44亿元，占投资资产总额的41.32%，规模及占比较上年末均有所提升；其中，信托计划和债权类投资余额57.46亿元，其余均为债券投资，包括国债、同业存单、地方政府债等。从信用级别分布情况来看，外部评级为AAA的同业存单以及利率债占比达到80%以上。

权益投资方面，阳光财险权益类投资以股票投资、资产管理产品、股权投资计划以及股权投资基金为主。其中，股票投资、股权投资计划及股权投资基金主要投向价值稳健性股权，以高分红、价值型和成长型股权为投资重点。2020年以来，为防范风险，阳光财险权益工具投资规模缓慢增长，占投资资产总额的比重保持下降。截至2020年末，阳光财险权益工具投资余额136.99亿元，占投资资产总额的34.84%；其中股票投资余额38.86亿元，基金投资余额42.77亿元。2020年，阳光财险交易性金融工具公允价值变动损益为1.74亿元，年末可供出售金融资产公允价值变动计入其他综合收益的余额为13.11亿元，面临的权益类资产价格波动风险需关注。

阳光财险其他投资资产包括货币资金、存出资本保证金、买入返售债券、定期存款和投资性房地产，其中投资性房地产为投资的北京CBD地区的写字楼。

截至2020年末，阳光财险投资的一支信托计划存在违约，剩余本金2.46亿元，账面余额1.60亿元，计提减值准备0.86亿元，该信托计划融资方已追加足额抵质押物，并展期至2023年4月。在当前资本市场信用事件频发的环境下，需持续关注阳光财险投资资产信用风险。

六、财务分析

阳光财险提供了2020年合并财务报表及偿付能力报告，安永华明会计师事务所（特殊普通合伙）对上述合并财务报表和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。阳光财险合并财务报表的合并范围主要包括阳光信用保证保险股份有限公司、北京阳光融合置业有限公司、海南阳光颐和发展有限公司以及保险代理公司、养老服务机构、咨询服务公司等17家控股子公司，以及纳入合并范围的结构化主体，2020年以来合并范围变化不影响财务数据的可比性。

1. 盈利能力

阳光财险保险业务收入以车险为主，险种收入集中度较高；2020年公司保费收入及投资收益均有所增长，营业收入保持增长态势；但另一方面，受新冠疫情、国内汽车销售市场疲软、商车费改等因素影响，阳光财险营业收入增速整体有所放缓。此外，公司综合赔付率上升，赔付

支出增长对利润实现形成一定影响，整体盈利水平有待提升。阳光财险营业收入主要由已赚保费和投资收益构成，2020年以来保费收入和投资收益均保持增长；但由于保费收入增长放缓，而保险业务成本增长相对较快，承保利润亏损幅度增大（见表10）。

阳光财险营业支出主要以赔付支出、手续费及佣金支出和业务及管理费为主。2020年，公司业务及管理费有所增长，加之保费收入增长放缓，公司营业费用率有所上升；手续费及佣金支出小幅下降，手续费及佣金率有所上升。

表10 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	323.30	361.90	371.54	11.94	2.66
保险业务收入	365.70	398.22	374.67	8.89	-5.91
减：分出保费	12.64	13.07	17.66	3.40	35.12
净承保保费收入	310.66	348.83	353.88	12.29	1.45
减：提取未到期责任准备金	29.77	23.24	-14.53	-21.93	-162.52
保险业务成本	318.35	358.48	383.61	12.61	7.01
赔付支出	174.98	205.26	220.99	17.30	7.66
减：摊回赔付支出	4.54	7.34	6.46	61.67	-11.99
手续费及佣金支出	65.46	52.92	52.48	-19.16	-0.83
业务及管理费	83.84	103.37	105.29	23.29	1.86
提取保险责任准备金	4.61	12.10	12.30	162.47	1.65
减：摊回保险责任准备金	2.55	0.29	2.27	-88.63	682.76
承保利润	2.89	-2.98	-8.40	-203.01	181.75
营业费用率	22.93	25.96	28.10	--	--
手续费及佣金率	17.90	13.29	14.01	--	--

数据来源：阳光财险审计报告，联合资信整理

2020年，阳光财险在优化承保和理赔管理流程、严控费用成本等措施的实施下，综合费用率有所下降，但车险及信用保证保险赔付支出提升，综合赔付率的上升致使综合成本率有所上升（见表11）。

表11 综合成本率及构成 单位：%

项目	2018年	2019年	2020年
综合赔付率	53.24	56.77	58.36
综合费用率	45.35	42.47	41.51
综合成本率	98.59	99.24	99.88

数据来源：阳光财险提供资料，联合资信整理

投资收益方面，2020年，随着投资规模的提升以及股票市场行情好转，阳光财险投

资收益水平的提升带动了整体资金运用收益率提升。2020年阳光财险实现投资收益29.64亿元，总投资收益率为7.28%，资金收益水平较好（见表12）。

表12 投资收益情况 单位：亿元、%

项目	2018年	2019年	2020年
投资收益	16.75	21.67	29.64
公允价值变动损益	-0.56	1.63	1.18
减：投资资产减值损失	0.99	3.17	5.16
总投资收益	15.20	20.13	25.66
投资资产净额	331.82	341.69	363.10
总投资收益率	4.66	5.98	7.28

数据来源：阳光财险审计报告，联合资信整理

2020年，受新冠疫情及商车费改等因素的影响，公司营业收入增速放缓，营业成本的提升使得利润总额及净利润均有所下降。从收益率指标看，2020年阳光财险总资产收益率和净资产收益率均有所下滑，盈利水平有待提升（见表13）。

表13 盈利情况 单位：亿元、%

项目	2018年	2019年	2020年
利润总额	12.96	10.51	9.73
净利润	7.22	11.93	8.13
总资产收益率	1.35	2.03	1.30
净资产收益率	6.59	9.81	5.54

数据来源：阳光财险审计报告，联合资信整理

2. 流动性

阳光财险各项流动性指标均处于较好水平，且不断加强资产负债匹配管理和调整投资资产结构以提升流动性水平。

阳光财险通过匹配投资资产和保险负债的到期日以降低流动性风险。由于财产险公司的保险业务为财产保险和短期健康险、意外伤害保险等，不存在长期的保险负债，公司的投资端主要为交易性金融资产、买入返售金融资产、可供出售金融资产、货币资金和定期存款为投资资产，与保险合同责任的期限匹配。从阳光财险2020年4季度风险综合评级相关流动性指标结果看，各项指标均保持在较好水平。

从资产构成来看，阳光财险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、资产管理产品、信托计划以及债权投资计划）和定期存款等。2020年，阳光财险可快速变现资产规模有所增长，占资产总额的比重也有所

上升（见表14）。短期来看，阳光财险整体面临的流动性压力不大。

从负债构成来看，准备金计提方面，2020年，由于信用保证保险业务收入的大幅下降，保险合同准备金存在部分转回，保险合同准备金规模小幅下降，准备金赔付倍数有所下降。

表14 主要流动性指标 单位：亿元、倍、%

项目	2018年末	2019年末	2020年末
可快速变现资产	180.28	193.40	227.03
可快速变现资产/资产总额	31.95	32.68	35.85
保险合同准备金	301.82	336.95	335.81
准备金赔付倍数	1.72	1.64	1.52
未来1年内的综合流动比率	58.98	62.48	58.79
流动性覆盖率（压力情景1）	136.04	289.71	795.56
流动性覆盖率（压力情景2）	279.16	326.95	408.89

数据来源：阳光财险审计报告及偿付能力报告，联合资信整理

3. 资本充足性

阳光财险认可资产规模保持增长，由于2020年准备金负债规模的下降，当年认可负债规模有所下降；偿付能力保持充足水平。

截至2020年末，阳光财险实收资本为57.46亿元。

阳光财险认可负债主要由保险合同准备金、预收保费构成。2020年，由于准备金负债规模的下降，阳光财险认可负债规模有所下降。阳光财险认可资产主要是投资资产。2020年以来，随着资产规模的增长，阳光财险认可资产规模保持增长态势。截至2020年末，阳光财险认可负债余额411.99亿元，认可资产余额594.20亿元；认可资产负债率为69.41%（见表15）。总体看，阳光财险资产及负债认可规模较大，资产认可度较高，高风险资产规模较小，资产安全性较好。

表15 偿付能力指标

单位：亿元、%

项目	2018年末	2019年末	2020年末
资产总额	564.18	613.69	633.24
负债总额	460.25	474.24	479.08

注册资本	50.88	57.46	57.46
所有者权益	103.94	139.45	154.16
认可资产	530.98	588.49	594.20
认可负债	395.80	419.50	411.99
实际资本	135.18	168.99	182.21
最低资本	65.21	74.41	73.46
资产认可率	94.11	95.89	93.88
认可资产负债率	74.54	71.28	69.41
核心偿付能力充足率	146.02	173.39	193.64
综合偿付能力充足率	207.30	227.09	248.02
综合偿付能力充足率（行业平均水平）	290.00	284.20	/

注：行业平均综合偿付能力充足率数据来源 wind
数据来源：阳光财险偿付能力报告，联合资信整理

2020 年以来，由于净资产规模的增长，阳光财险实际资本规模保持增长。截至 2020 年末，阳光财险实际资本为 182.21 亿元。2020 年，由于保费及准备金风险最低资本规模有所下降，阳光财险最低资本整体略有下降，与实际资本变化趋势不同。从偿付能力充足情况来看，由于实际资本的增长，阳光财险偿付能力充足指标有所提升。截至 2020 年末，阳光财险核心偿付能力充足率为 193.64%，综合偿付能力充足率为 248.02%，偿付能力保持充足水平。

七、债券偿付能力分析

截至本报告出具日，阳光财险已发行且尚在存续期内的资本补充债券本金 30 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；假若阳光财险无法如约支付本息时，该资本工具的权益人无权向法院申请对保险公司实施破产清偿。存续期内的资本补充债券债券设定 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。

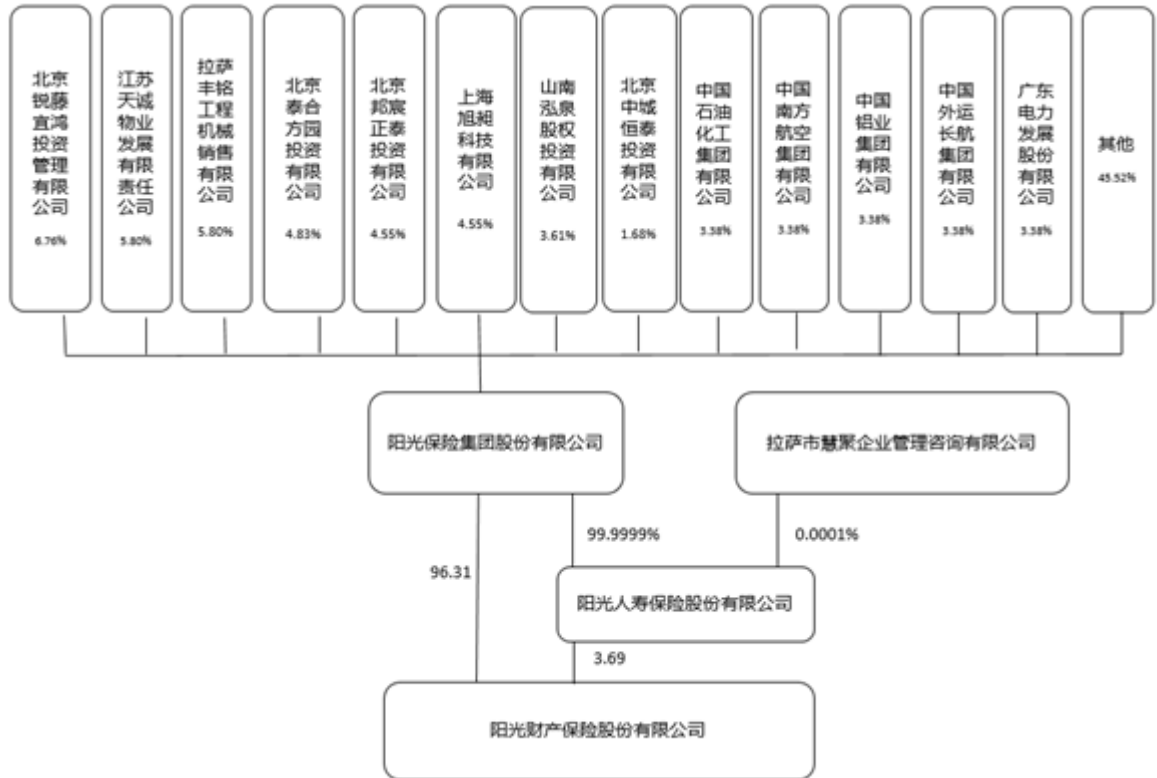
此外，资本补充债券能否按期偿本付息主要取决于资本补充债券存续期内公司的业务发展持续性、盈利水平以及募集资金的使用情况，

综合考虑阳光财险的业务发展水平、较为稳定的现金流和可快速变现资产，以及募集资金的有效管理和运用，联合资信认为阳光财险能够为存续期内的债券提供足额本金和利息，债券的偿债能力极强。

八、结论

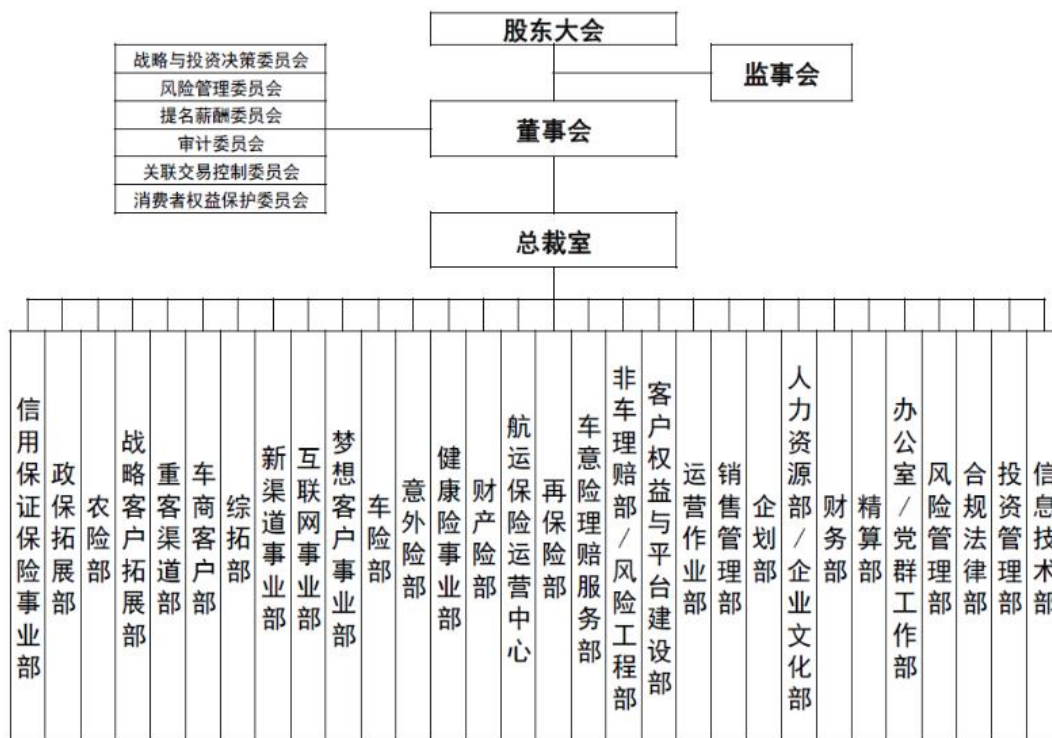
综合上述对阳光财险公司治理、内部控制、业务经营、风险管理以及财务状况等方面综合分析，联合资信认为，在未来一段时间内阳光财险信用水平将保持稳定。

附录 1 2020 年末阳光财险股权结构图



资料来源：阳光财险提供资料，联合资信整理

附录 2 2020 年末阳光财险组织架构图



资料来源：阳光财险提供资料，联合资信整理

附录3 财产保险公司主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
投资资产	政府债券+金融债+企业债券+信托资产+基础设施投资+权益投资+其他投资资产+定期存款
可快速变现资产	货币资金+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产+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
应收再保险资产	应收分保账款+应收分保未到期责任准备金+应收分保未决赔款准备金
再保险杠杆	应收再保险资产/所有者权益×100%
手续费及佣金率	手续费及佣金支出/保险业务收入×100%
营业费用率	业务及管理费/保险业务收入×100%
资金运用收益率	(投资收益+公允价值变动损益-投资资产减值损失)/[(期初投资资产净额+期末投资资产净额)/2]×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%
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%
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
综合赔付率	(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+提取保费准备金)/已赚保费
综合成本率	综合费用率+综合赔付率
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%
自留保费	保险业务收入-分出保费
自留保费比率	(保险业务收入-分出保费)/保险业务收入
自留保费资本率	自留保费/(股本+资本公积+盈余公积)

附录 4-1 保险公司主体长期信用等级的设置及含义

联合资信保险公司主体长期信用等级划分为三等九级，分别为：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。各等级含义如下表所示：

级别	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，有较高违约风险。
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的设置及含义

联合资信保险公司中长期债券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，未来信用等级可能调升、调降或维持

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。