华夏人寿保险股份有限公司

2015 年第一期资本补充债券

跟踪评级报告

主体信用等级：	AA^{+}级
债项信用等级：	AA 级
评级时间：	2018 年 7 月 31 日

上海新世纪资信评估投资服务有限公司

Shanghai Brilliance Credit Rating & Investors Service Co., Ltd.

跟踪评级概述

编号:【新世纪跟踪 [2018]101088】

跟踪对象：华夏人寿保险股份有限公司 2015 年第一期资本补充债券

	主体信用等级	评级展望	债项信用等级	评级时间
本次跟踪：	AA+级	稳定	AA 级	2018 年 7 月
前次评级：	AA+级	稳定	AA 级	2017 年 7 月

主要财务数据及指标

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年一季度
单位：亿元，%				
财务数据及指标				
总资产	2638.45	3914.63	4583.83	4707.50
股东权益	169.25	177.96	222.93	227.89
未分配利润	-16.71	-7.11	26.71	58.61
寿险责任准备金	189.40	526.10	1156.18	1,491.74
保户储金及投资款	2063.82	2792.24	2808.80	2571.90
营业收入	275.63	762.82	1027.40	592.02
净利润	14.63	9.61	40.77	31.90
综合收益总额	2.65	7.12	47.97	5.15
已赚保费/营业收入	28.33	61.70	67.20	84.61
平均资产回报率	0.74	0.29	0.96	-
平均资本回报率	9.47	5.54	20.34	-
精算数据及指标				
偿付能力充足率	173.83	-	-	-
综合偿付能力充足率	-	124.54	124.08	124.89
核心偿付能力充足率	-	87.27	95.90	99.12
规模保费收入	1577.16	1850.22	1775.20	647.07
新单保费比率	98.73	91.17	89.01	-
首年期缴保费比率	1.65	34.52	19.49	-

注 1：上表中各项“财务数据与指标”根据华夏人寿经审计的 2015-2017 财务数据及未经审计的 2018 年一季度财务数据整理计算；

注 2：上表中各项“精算数据与指标”根据华夏人寿偿付能力报告及其提供的数据整理计算。

分析师

刘兴堂 liuxingtang@shxsj.com
袁浩然 yhr@shxsj.com
Tel: (021) 63501349 Fax: (021)63500872

上海市汉口路 398 号华盛大厦 14F
http://www.shxsj.com

跟踪评级观点

跟踪期内，华夏人寿继续调整业务结构，传统寿险及健康险业务增幅较大，万能险业务规模持续下降，个人代理渠道及期缴业务贡献度有所上升。目前，公司保障类业务中趸缴年金产品占比较高，对盈利产生较大压力，主要依靠投资业务实现盈利，盈利稳定性较弱。随着业务结构调整及中短存续期产品逐步到期，公司流动性管理难度上升。目前，公司偿付能力充足度处于中等偏低水平，股权变动将对公司的资本补充进度及业务发展产生较大影响。同时，新世纪评级将持续关注公司业务机构调整、非标投资安全性及合规风险、关联交易风险、股权变动和监管政策变化对公司业务运营的影响。

- **行业监管趋严。**近年来，人身险行业的监管政策持续收紧。银保监会成立后，对保险业的监管力度趋严，保险公司开展新业务面临一定的监管压力。
- **股东变更。**华夏人寿股权结构面临变更，关注公司股权变更进展，及股东引进对公司发展战略与业务运营、公司治理与内部管理、资本补充等方面的影响。
- **银保渠道依赖度较高。**华夏人寿对于银保渠道依赖度高，易受银信产品扩容、银行销售保险产品意愿下降以及银保渠道监管政策收紧等外部因素的影响。
- **业务结构调整。**公司积极调整业务及产品结构，推动传统寿险及健康险业务发展，个人代理渠道及期缴业务贡献度有所上升，但占比仍相对较低，业务结构持续面临调整压力。
- **流动性管理压力。**华夏人寿中短存续期业务的存量规模较大，相关产品的逐步到期将对公司流动性管理能力产生一定压力。

- **非标投资信用管理难度上升。**华夏人寿资金运用中，非标类产品占比较高，在宏观经济下行期，资产质量下沉，关注公司非标资产的回收风险及非标投资的合规风险。
- **关联交易风险。**华夏人寿定期存款中，联交易规模及占比较高，关注公司资产配置的关联交易风险。
- **偿付能力充足率较低。**通过产品结构及资产配置结构调整，华夏人寿资本消耗速度放缓，偿付能力充足率有所回升，但仍处于较低水平，未来面临一定的资本补充压力。

上海新世纪资信评估投资服务有限公司

声明

除因本次评级事项使本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构、评级人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构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。

本信用评级报告的评级结论是本评级机构依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。本次评级所依据的评级方法是新世纪评级《新世纪评级方法总论》及《人身保险行业信用评级方法（试行）》，可于新世纪评级官方网站查阅。

本评级机构的信用评级和其后的跟踪评级均依据评级对象所提供的资料，评级对象对其提供资料的合法性、真实性、完整性、正确性负责。

本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

本次评级的信用等级在本次债券存续期内有效。本次债券存续期内，新世纪评级将根据《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象实施跟踪评级并形成结论，决定维持、变更、暂停或中止评级对象信用等级。

本评级报告所涉及的有关内容及数字分析均属敏感性商业资料，其版权归本评级机构所有，未经授权不得修改、复制、转载、散发、出售或以任何方式外传。

跟踪评级报告

按照华夏人寿保险股份有限公司(以下简称华夏人寿、该公司或公司) 2015 年第一期资本补充债券信用评级的跟踪评级安排，本评级机构根据华夏人寿提供的经审计的 2017 年财务报表和偿付能力报告、未经审计的 2018 年一季度财务报表和偿付能力报告，以及相关经营数据，对华夏人寿的业务竞争力、风险管理、盈利能力、资本实力及外部支持因素等进行了动态信息收集和分析，并结合行业发展趋势等方面因素，进行了定期跟踪评级。

一、 债券发行情况

华夏人寿于 2015 年发行了 10 年期 80.00 亿元资本补充债券，票面利率 6%，目前尚未到期。截至 2017 年末，公司待偿还债券本金为 102.00 亿元。

二、 跟踪评级结论

(一) 公司管理

2006年12月，华夏人寿由天津港集团公司、中国京安信用担保有限公司、天津市高速公路投资建设发展公司等多家大中型企业发起成立。跟踪期内，公司主营业务范围未发生变更。

2017年3月，中国京安信用担保有限公司与北京龙达鑫锐科贸有限公司签订了（以下简称“龙达鑫锐”）《股权转让协议》，将其持有的华夏人寿4,651.38万股股份转让给龙达鑫锐。此次股权转让已向中国保监会报备，变更后的公司章程已或公司2017年度第二次临时股东大会批准，尚待中国保监会批准。

根据《呼和浩特市中级人民法院拍卖成交确认书》，2017年6月，浙江华远汽车零部件有限公司通过司法拍卖竞得内蒙古金平投资有限公司（以下简称“金平投资”）持有的华夏人寿股权1,000万股，本次拍卖后，金平投资持有公司14,000万股股权。此次股权变更正处于向中国保监会备案阶段，公司股东大会尚未审批相应的公司章程变更。

截至2017年末，华夏人寿注册资本为153.00亿元，其中质押或冻结股份4.95亿元，占总股本的3.24%，公司股东结构具体如下。

图表 1. 截至 2017 年末，华夏人寿股东结构（单位：亿股，%）

序号	股东名称	持股比例	质押或冻结股份
1	北京世纪力宏计算机软件科技有限公司	20.00	-
2	北京千禧世豪电子科技有限公司	20.00	-
3	山东零度聚阵商贸有限公司	14.90	2.36
4	北京中胜世纪科技有限公司	13.41	0.47
5	北京百利博文技术有限公司	13.37	1.22
6	天津华宇天地商贸有限公司	11.24	0.72
7	天津港（集团）有限公司	5.23	-
8	内蒙古金平股权投资有限公司	0.98	0.10
9	北京龙达鑫锐科贸有限公司	0.65	-
10	礼泉县袁家投资公司	0.13	0.07
11	北京国伦咨询顾问有限公司	0.09	-
合计		**100.00**	**4.94**

资料来源：华夏人寿信息披露报告

2017 年 11 月，中天金融（SZ.000540）与北京千禧世豪电子科技有限公司和北京中胜世纪科技有限公司签订框架协议，拟向其收购华夏人寿 21%—25%的股权。交易完成后，中天金融或其指定子公司将成为公司第一大股东。本次股权交易定价不超过 310 亿元，截至本报告出具日，中天金融已转让其持有的全部中天城投集团有限公司股权，交易对价为 246.00 亿元现金，同时，公司计划转让全资子公司贵阳金融控股有限公司所持有的部分房地产类资产，以筹措交易资金。2018 年 7 月 13 日，中天金融已全额支付交易定价 70.00 亿元。

截至 2017 年末，华夏人寿合并口径资产总额 4583.83 亿元，股东权益 222.93 亿元，未分配利润为 26.71 亿元，负债总额 4361.89 亿元，其中保户储金及投资款、保险责任准备金及独立账户负债共 3996.51 亿元。2017 年，公司实现保险业务收入 893.50 亿元，其中已赚保费 690.44 亿元，净利润 40.77 亿元，综合收益总额 47.97 亿元。

(二) 运营环境

1. 宏观经济环境

2018 年上半年，全球经济景气度仍处扩张区间但较前期高点回落，金融市场波动幅度显著扩大，美联储货币政策持续收紧带来的全球性信

用收缩或逐渐明显，美国与主要经济体的贸易摩擦引发全球对贸易和经济复苏的担忧，热点地缘政治仍是影响全球经济增长的不确定性冲击因素。我国宏观经济继续呈现稳中向好态势，在以供给侧结构性改革为主的各类改革措施不断推进落实下，经济发展“质升效增”明显。随着我国对外开放范围和层次的不断拓展，稳增长、促改革、调结构、惠民生和防风险各项工作稳步落实，我国经济有望长期保持中高速增长。

2018 年上半年，全球经济景气度仍处扩张区间但较前期高点回落，同时经济增速也有所放缓，金融市场波动幅度显著扩大，美联储货币政策持续收紧带来的全球性信用收缩或逐渐明显，美国与主要经济体的贸易摩擦引发全球对贸易和经济复苏的担忧，热点地缘政治仍是影响全球经济增长的不确定性冲击因素。在主要发达经济体中，税改支持下的美国经济、就业表现依然强劲，美联储加息缩表有序推进，特朗普的关税政策加剧全球贸易摩擦，房地产和资本市场存在风险；欧盟经济复苏向好而景气度持续回落，能源价格上涨助推 CPI 改善，欧洲央行量化宽松将于年底结束，联盟内部政治风险不容忽视；日本经济温和复苏，略有回升的通胀水平依然不高，增长基础仍不稳固，较宽松的货币政策持续。在除中国外的主要新兴经济体中，经济景气度整体上略弱于主要发达经济体；印度经济保持中高速增长，随着“废钞令”影响褪去、税务改革的积极作用显现，为稳定 CPI 印度央行时隔四年首度上调利率；俄罗斯、巴西的 CPI 均处低位，两国货币贬值幅度较大并制约继续降息空间，经济景气度快速下降，复苏势头不稳；南非经济低速增长，南非央行降息配合新任总统推动的国内改革，对经济的促进作用有待观察。

2018 年上半年，我国宏观经济继续呈现稳中向好态势，在以供给侧结构性改革为主的各类改革措施不断推进落实下，经济发展“质升效增”明显。国内消费物价水平温和上涨、生产价格水平因基数效应涨幅回落，就业形势总体较好；居民可支配收入增速放缓拖累消费增长，消费升级下新兴消费的快速增长有利于夯实消费对经济发展的基础性作用；基建疲弱导致固定资产投资增速下降，而房地产投资增长较快、制造业投资有所改善、民间投资活力提升，投资结构优化趋势持续；进出口贸易增速保持较高水平，受美对华贸易政策影响或面临一定压力；工业生产总体平稳，产能过剩行业经营效益良好，高端制造业和战略性新兴产业保持较快增长，产业结构持续升级，新旧动能加快转换。房地产调控力度不减、制度建设加快、区域表现分化，

促进房地产市场平稳健康发展的长效机制正在形成。“京津冀协同发展”、“长江经济带发展”、雄安新区建设及粤港澳大湾区建设等国内区域发展政策持续推进，新的增长极、增长带正在形成。

我国积极财政政策取向不变，增值税率下调、个税改革启动、财政支出聚力增效，更多向创新驱动、“三农”、民生等领域倾斜；防范化解地方政府债务风险的政策和制度持续推进，地方政府举债融资机制日益规范化、透明化，地方政府债务风险总体可控。经济金融去杠杆成效显著，影子银行、非标融资等得以有效控制；央行定向降准、公开市场操作和加息保持了货币政策的稳健中性，为结构性去杠杆提供了稳定的货币金融环境；宏观审慎政策不断健全完善，全面清理整顿金融秩序，金融监管制度不断补齐，为防范化解重大金融风险提供了制度保障。人民币汇率形成机制市场化改革有序推进，以市场供求为基础、参考一篮子货币进行调节，人民币汇率双向波动将逐步成为常态。

在“开放、包容、普惠、平衡、共赢”理念下，“一带一路”建设“走实走深”，自贸区建设深化，我国开放型经济新体制逐步健全同时对全球经济发展的促进作用不断增强。金融业对外开放加速，人民币作为全球储备货币，在国际配置需求中不断提升、国际地位持续提高，人民币国际化不断向前推进。

我国经济已由高速增长阶段转向中高速、高质量发展的阶段，正处在转变发展方式、优化经济结构、转换增长动力的攻关期。2018年作为推动高质量发展的第一年，供给侧结构性改革将继续深入推进，强化创新驱动，统筹推进稳增长、促改革、调结构、惠民生和防风险各项工作，打好三大攻坚战，经济将继续保持稳中有进的态势。央行扩大中期借贷便利担保品范围、定向降准等一系列精准调控措施将进一步增加金融市场流动性、降低企业融资成本、缓解实体经济融资难度，有利于稳健中性货币政策的持续推行。美对华贸易政策日益严苛，将对我国出口增长形成一定扰动，但从中长期看，随着我国对外开放水平的不断提高、经济结构优化、产业升级、内需扩大、区域协调发展的逐步深化，我国经济的基本面有望长期向好和保持中高速增长趋势。同时，在主要经济体货币政策调整、地缘政治、国际经济金融仍面临较大的不确定性以及国内金融强监管和去杠杆任务仍艰巨的背景下，我国的经济增长和发展依然会伴随着区域结构性风险、产业结构性风险、国际贸易和投资的结构性摩擦风险以及国际不确定性冲击因素的风险。

2. 寿险行业运营状况与风险关注

2016 年以来，在“保险姓保”行业政策的指引下，针对理财型人身险产品的监管政策持续收紧，人身险行业的业务结构持续优化，但行业保费增速显著放缓。2017 年，受万能险业务大幅萎缩影响，人身险行业规模保费收入有所下降，原保险保费收入贡献度有所上升，利好稳健型人身险公司。盈利方面，随着市场利率的逐步上升，2017 年，保险公司资金运用收益率有所改善。

近年来，国内人身保险业务发展较快。

人身保险业务起步较晚，但发展较快。销售渠道以个人营销、团体直销和银邮代理为主，通过三大渠道销售的保费收入占 95%以上。近年来，随着我国居民的资产保值增值需求的日益增强，以万能险、分红险和投连险为代表的理财型人身险产品发展迅速。由于理财型产品同质化程度较高，部分公司通过理财型产品的激进定价实现规模的快速扩张，进而影响投资风格和资产配置的风险偏好。

2016 年以来，为规范市场，保持中短存续期保险产品健康发展，守住不发生区域性系统性风险底线，保监会陆续发布《中国保监会关于规范中短存续期人身保险产品有关事项的通知》和《中国保监会关于进一步完善人身保险精算制度有关事项的通知》，对于存续期较短的人寿险产品规模进行限制：中短期内要求人身险公司在根据资本实力逐步压缩中短存续期业务规模，降低风险；限定中长期保障型业务比重，优化业务结构。规定对于理财型人身险产品的监管限制进一步加大。产品设计方面，保监会于 2016 年 9 月及 12 月发布《关于强化人寿保险产品监管工作的通知》和《中国保监会关于进一步加强人身保险监管有关事项的通知》，严禁人身险公司与客户签订收益保证协议、参与互联网竞价排名销售，要求万能险结算利率需与实际投资收益挂钩，并限制新开业公司业务范围，停止存在违规、风险或业务结构有待优化公司的新营业部审批，禁止未设营业部区域进行网络销售。多管齐下遏制部分人身险公司的激进定价及销售策略，防范风险。2017 年 5 月，保监会发布《中国保监会关于规范人身保险公司产品开发设计行为的通知》鼓励保险公司发展定期寿险、终身寿险、健康险、长期年金险等保障类产品，要求增强人身险产品的保障属性，禁止“即返”和“快返”型年金险和两全险产品，要求相关产品的首次生存金返需在保单生效 5 年以后，且每年给付比例不得超过已交保费的 20%。

随着理财型人身险产品的快速发展，银邮代理超过个人代理成为寿险产品销售的主要渠道，而网销渠道重要性不断提升。但由于银保产品和网销产品同质化程度较高，竞争激烈，部分公司违规经营问题突显。监管部门出台一系列规则，以维持保险行业的正常发展。为规范银保合作，2014 年 4 月，保监会和银监会联合下发《关于进一步规范商业银行代理保险业务销售行为的通知》，限制保单利益不确定的保险产品的销售，叫停银行网点与多家保险公司滚动合作，规定银保合作的各类风险保障型和长期储蓄型保险产品保费收入之和不得低于代理保险业务总保费收入的 20%，迫使人身保险公司进行渠道和产品结构转型。网销渠道方面，2015 年 7 月，保监会发布《互联网保险业务监管暂行办法》，限制了理财型寿险产品的销售，禁止人身险公司在未设分支机构地区开展互联网销售，并叫停了多家人身险公司网络销售。

2017 年，随着监管政策的持续发酵，人身险行业的保费收入增速显著放缓，业务结构持续优化，原保险保费收入占规模保费比重持续上升，万能险新增缴费大幅下降。2017 年，全国寿险公司实现原保险保费收入 26039.55 亿元，同比增长 0.04%；寿险业务实现原保险保费收入 21455.57 亿元，同比增长 8.01%，健康险业务实现原保险保费收入 4389.46 亿元，同比增长 8.58%；意外险业务实现原保险保费收入 901.32 亿元，同比增长 20.19%。

行业竞争方面，我国人身险市场仍然由大型保险机构主导，但近年来，新兴保险公司借助理财型产品快速推动业务规模，市场份额不断提升，传统人身险公司市场份额有所下降，前十大人身险公司保费收入集中度呈下降趋势。2017 年，人身险行业前十大公司原保险保费收入集中度为 71.32%，同比减少 0.08 个百分点。

图表 2. 前十大人身险公司原保单保费收入占比（单位：%）

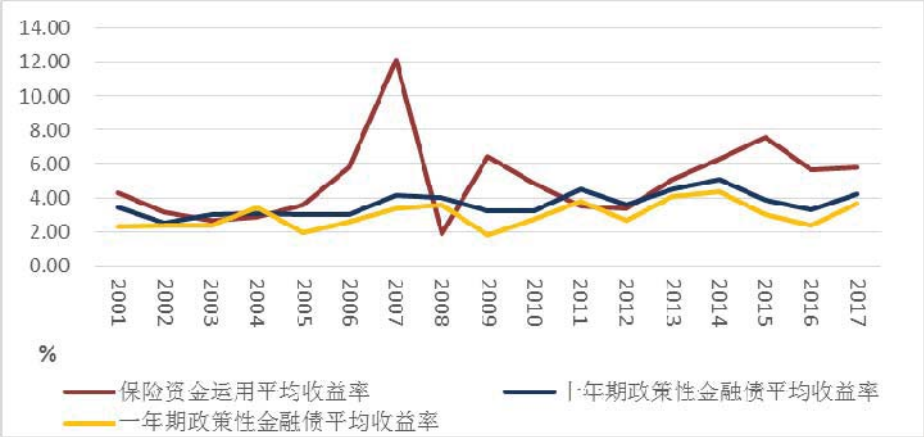
排名	2015 年		2016 年		2017 年	
	公司	份额	公司	份额	公司	份额
1	国寿股份	22.96	国寿股份	19.85	国寿股份	19.67
2	平安人寿	13.14	平安人寿	12.69	平安人寿	14.17
3	新华人寿	7.05	太保人寿	6.33	安邦人寿	7.28
4	太保人寿	6.85	安邦人寿	5.26	太保人寿	6.68
5	人保寿险	5.64	新华人寿	5.19	泰康人寿	4.43
6	太平人寿	5.04	和谐健康	4.93	太平人寿	4.38

7	富德生命	4.98	人保寿险	4.84	新华人寿	4.20
8	泰康人寿	4.79	富德生命	4.71	人保寿险	4.08
9	安邦人寿	3.44	太平人寿	4.35	华夏人寿	3.34
10	中邮人寿	1.73	泰康人寿	4.14	富德生命	3.09
合计	**-**	**75.85**		**72.30**		**71.32**

资料来源：中国保监会

资金运用方面，2012 年以来，保险资金投资渠道大幅扩宽，在保监会 13 项关于保险资金投资的新政出台后，非标类资产在保险投资资产中的占比显著提升。2014 年，保监会进一步拓宽了险资投资范围，开放了创业板投资，并开始试点存量保单投资蓝筹股，并出台了《关于加强和改进保险资金运用比例监管的通知》，对投资资产实行大类管理，进一步拓宽保险公司投资自主权，大幅提高保险资金运用灵活度。2013 年以来，得益于险资投资范围的拓宽以及较好的宏观投资环境，人身险公司的投资收益总体有所上升。2017 年，得益于市场利率上行，保险公司资金运用收益率有所上升。2015-2017 年，保险行业年化收益率分别为 7.56%、5.66%和 5.77%。

图表 3. 2001-2017 年，我国保险资金收益情况（单位：%）



资料来源：根据 Wind 数据整理

在 2016 年初股市断崖式下跌后，部分人身险公司在股票市场投机行为，如“宝万之争”、恒大的短期炒作和价格操纵等，引发了较为恶劣的社会影响，监管机构频频发声谴责，保监会于 2016 年 6 月出台《保险公司资金运用信息披露准则第 4 号：大额未上市股权和大额不动产投资》以规范保险公司的股票投资及信息披露，并于 2017 年 1 月出台《中国保监会关于进一步加强保险资金股票投资监管有关事项的通知》（保

监发【2017】9 号），彻底遏制借道险资杠杆收购上市公司的可能。

与世界主要国家相比，我国保险机构在市场准入、网点铺设、产品设计与定价、资金运用等方面均受到较严格的监管。近年来，随着保险行业非理性竞争的日趋激烈，保监会监管力度不断加强。保监会于 2012 年上半年启动第二代偿付能力监管制度体系（以下简称“偿二代”）建设，着重提高对保险公司在资本充足、风险管理和信息披露等方面的监管要求，并于 2015 年 2 月正式发布偿二代 17 项监管规则，并要求保险公司自 2015 年一季度起，编报偿二代下的偿付能力报告，标志着我国首个以风险为导向的偿付能力监管制度体系基本建成，保险业偿付能力监管进入新阶段。

在 2016 年初股市断崖式下跌后，部分人身险公司在股票市场投机行为，如“宝万之争”、恒大的短期炒作和价格操纵等，引发了较为恶劣的社会影响，监管机构频频发声谴责，保监会于 2016 年 6 月出台《保险公司资金运用信息披露准则第 4 号：大额未上市股权和大额不动产投资》的通知以规范保险公司的股票投资及信息披露，并于 2017 年 1 月出台《中国保监会关于进一步加强保险资金股票投资监管有关事项的通知》（保监发【2017】9 号），禁止投资人借道险资杠杆收购上市公司。2018 年 3 月，保监会出台《保险公司股权管理办法》（保监会令【2018】5 号），将股东划分为四类，并严格限定各类股东资质，规定控制类股东需满足持续盈利，总资产不低于 100 亿元，权益性投资不超过净资产等要求。并对保险公司股权质押做出限定，禁止约定由质权人或者其关联方形式表决权。

(三) 业务竞争力

2017 年，华夏人寿继续调整业务结构，普通寿险及健康险业务规模保费收入增速较快，个人代理渠道及期缴业务规模保费贡献度均有所上升。目前，普通寿险以年金型产品为主。资金运用方面，2017 年，公司加大了不动产和非标准债权配置比重，流动类及固定收益类资产和权益类资产占比均有不同程度下降，公司盈利受市场波动影响程度有所降低。

华夏人寿基本形成了布局全国的服务网络，截至 2017 年末，公司共设有 24 家分公司、152 家中心支公司（含 2 家在筹）和 497 家支公司和营销服务部（含 14 家在筹）。2017 年，公司继续开展业务转型，着力

推动普通寿险及健康险等保障型产品销售，控制万能险业务规模，原保险保费收入大幅增长，规模保费收入有所下降。2017 年，公司实现原保险保费收入 893.50 亿元，同比增长 88.81%，市场份额较上年增加 1.25 个百分点至 3.34%，行业排名上升至第 9 位；实现规模保费收入 1775.20 亿元，较上年下降 4.05%，市场份额增加 0.10 个百分点至 5.41%，行业排名降至第 5 位。新旧准则下排名差异主要由于公司以万能险为主要销售险种所致。

渠道方面，华夏人寿的规模保费收入仍主要来自银邮代理渠道，2017 年，公司继续调整产品结构，个人代理渠道持续发展，规模保费贡献度进一步上升。截至 2017 年末，公司共设立银行保险合作销售网点 47194 个，全年银保渠道实现规模保费收入 1142.27 亿元，银保渠道新单保费市场排名第 2 位。同时，公司积极推动个险营销渠道建设，2017 年末，个人寿险销售代理人数量增至 21.9 万人，约较年初增加 9.83%，全年实现规模保费收入 442.06 亿元，较上年增长 131.49%。此外，2017 年，公司保险经纪渠道实现规模保费收入 130.14 亿元，渠道市场份额居首位。

图表 4. 华夏人寿保费收入按渠道划分情况（单位：亿元，%）

	2015 年		2016 年		2017 年		2018 年第一季度	
	新准则	旧准则	新准则	旧准则	新准则	旧准则	新准则	旧准则
保费收入(亿元)	**79.96**	**1577.16**	**473.23**	**1850.22**	**893.49**	**1775.20**	**505.86**	**647.07**
其中：个人代理渠道占比	33.05	2.91	15.07	10.32	18.55	24.90	16.41	24.26
直销渠道占比	5.38	8.15	2.88	7.21	2.56	1.72	1.55	1.45
银邮代理渠道占比	9.75	85.86	69.64	76.53	68.64	64.35	78.27	68.35
其他代理渠道占比	17.15	1.36	8.41	4.91	7.57	7.68	3.77	5.94
分入渠道占比	34.67	1.73	3.99	1.02	2.68	1.35	-	-

资料来源：华夏人寿
注 1：其他代理渠道包括保险经纪业务、保险专业代理和其他兼业代理
注 2：2016 年新准则口径下，受产品结构调整影响，公司银邮代理渠道保费贡献度大幅上升

产品结构方面，华夏人寿主要产品包括传统寿险、分红险、万能险、健康险和意外险。从新准则口径来看，得益于健康险及普通寿险保费收入的增加，公司保费收入实现较快增长，分红险保费收入规模继续减少。2017 年，公司实现保费收入 893.50 亿元，较上年增长 88.81%，其中，保障型产品（普通寿险、健康险及意外险）保费收入合计 886.46 亿元，较上年增长 90.70%。从旧准则口径来看，公司普通寿险及健康险规模

保费收入及占比均保持上升趋势，万能险规模保费继续下降，占规模保费的比重持续减少。2017 年，公司万能险规模保费收入 873.33 亿元，较上年减少 27.48%，占全年规模保费收入的 49.20%，较上年减少 15.89 个百分点；普通寿险规模保费收入为 786.36 亿元，较上年增长 35.50%，占规模保费收入的 44.30%，较上年增加 12.93 个百分点，其中年金型产品规模 673.23 亿元，均为即返型年金险产品。根据 134 号文，2018 年起，此类即返型面临整改，未来年金险产品的返还延后，产品销售难度上升。2018 年一季度，公司实现规模保费收入 647.07 亿元，包括普通寿险 455.87 亿元，其中年金型产品 441.81 亿元；万能险 138.59 亿元。

图表 5. 华夏人寿保费收入情况按险种划分（单位：亿元）

	2015 年		2016 年		2017 年		2018 年第一季度	
	新准则	旧准则	新准则	旧准则	新准则	旧准则	新准则	旧准则
普通寿险	53.56	254.89	407.62	580.33	786.35	786.36	455.87	455.87
分红险	9.88	9.88	8.28	8.28	6.93	6.93	1.90	1.90
万能险	0.01	1295.91	0.11	1204.28	0.11	873.33	0.03	138.59
意外险及健康险	21.71	16.47	57.22	57.34	100.11	108.58	48.07	50.71
合计	**79.96**	**1577.16**	**473.23**	**1850.22**	**893.50**	**1775.20**	**505.86**	**647.07**

资料来源：华夏人寿

从缴费方式看，华夏人寿规模保费收入仍以趸缴业务为主，而随着业务结构调整的持续推进，公司新单期缴业务保持较快增速，且随着续期业务累积，期缴业务规模保费收入占比持续上升。旧准则口径，2017 年，公司趸缴业务实现规模保费收入 1234.09 亿元，占公司规模保费收入的 69.52%，期缴业务实现规模保费收入 541.10 亿元，其中新单保费收入 346.04 亿元，分别占公司规模保费收入的 30.48%和 19.49%，同比增加 19.24 和 10.57 个百分点。

图表 6. 华夏人寿保费收入按缴费方式划分（单位：亿元）

	2015 年		2016 年		2017 年		2018 年第一季度	
	新准则	旧准则	新准则	新准则	新准则	旧准则	新准则	旧准则
趸缴	34.27	1531.06	268.11	1642.23	353.13	1234.09	243.35	386.41
期缴	45.69	46.10	205.12	207.99	540.37	541.10	262.51	260.66
其中：首年新单	25.99	26.09	163.35	165.00	344.17	346.04	110.26	110.30
合计	**79.96**	**1577.16**	**473.23**	**1850.22**	**893.50**	**1775.20**	**505.86**	**647.07**
新单保费比率	75.36	98.73	91.17	97.68	78.04	89.01	69.90	76.76
首年期缴保费比率	32.50	1.65	34.52	8.92	38.52	19.49	21.80	17.05

资料来源：华夏人寿

从产品存续期来看，华夏人寿的中短存续期产品新增保费持续减少，但存量业务规模较大。2017 年，公司存续期三年以下产品规模保费为 232.29 亿元，占同期规模保费的 13.09%，较上年减少 53.34 个百分点，其中存续期在一年以内产品规模保费为 61.99 亿元，存续期在 2-3 年产品规模保费为 170.30 亿元。2017 年末，公司存续期在三年以内的产品所对应的保户储金及投资款规模为 2095.96 亿元，保险责任准备金规模为 229.23 亿元。随着中短存续期产品的陆续退出，公司业务逐步回归保险本源，但此过程中，公司业务转型和流动性管理均面临一定压力。

图表 7. 2017 年，华夏人寿前五大中短存续期产品情况（单位：亿元）

存续期在一年（含）以内		存续期为 2-3 年（含）	
产品名称	规模保费	产品名称	规模保费
华夏一号两全保险（A 款尊享版）	61.28	华夏财富一号年金保险（F 款）	164.94
华夏一号两全保险（万能型，C 款）	0.71	华夏财富一号两全保险 C 款（万能型，升级版）	5.36

资料来源：华夏人寿

整体来看，跟踪期内，华夏人寿的保费收入（新旧准则口径）中保障型产品保费及占比均有所上升，但规模保费仍以万能险保费为主。2017 年，得益于保障型产品保费收入的稳步上升，公司原保险保费收入实现增长，但受到万能险规模保费收入下降的影响，公司规模保费有所下降。目前，公司仍存续有一定规模的中短存续期理财型产品，对公司主动资产管理能力及流动性管理能力要求较高。随着金融混业经营日渐深化及于中短存续期产品监管要求的不断细化，公司面临来自其他金融机构的竞争压力及自身业务结构调整压力加大，其主动资产管理能力、替代产品的营销能力及流动性管理将面临全面考验。

近年来，华夏人寿万能险业务规模迅速扩张，截至 2017 年末，公司保户储金及投资款已达 2808.80 亿元，占资产总额的 61.28%。公司通过资产管理子公司华夏久盈资产管理有限责任公司开展资金运作，截至 2017 年末，公司投资资产规模为 4170.03 亿元，占公司资产比重为 90.97%。

2017 年，华夏人寿其他类资产和投资性房地产在资金运用总规模中的比重有所上升，流动类及固定收益类投资以及权益类投资占比有所下降。截至 2017 年末，公司流动性及固定收益类资产占资金运用总额的 31.35%，较年初下降 5.75 个百分点。其中，货币资金、银行存款及债权投资余额分别为 132.08 亿元、269.36 亿元和 769.17 亿元，占资金运用的比重分别 3.17%、6.46%和 18.45%，分别较年初增加-6.14 个百分点、

-4.35 个百分点和 2.61 个百分点。

华夏人寿权益类投资包括股票、基金、股权投资和长期股权投资。近年来，公司权益类资产配置比重持续下降，2017 年，公司股票、基金配置比重下降，未上市股权配置比重上升。截至 2017 年末，公司权益类资产占资金运用总额的 30.24%，较年初下降 8.90 个百分点，其中，股票、基金、股权投资和长期股权投资占资金运用规模的比重分别为 5.03%、7.90%、7.59%和 9.88%，分别较年初下降 3.08 个百分点、下降 2.91 个百分点、上升 2.22 个百分点和下降 4.97 个百分点。2017 年末，公司股票投资余额 219.86 亿元，其中，申万宏源集团股份有限公司（A 股：000166）股票原值 4.00 亿元，计提减值 3.00 亿元，Alibaba Pictures Group Ltd（阿里巴巴影业集团有限公司，H 股：1060）股票原值 15.30 亿元，计提减值 7.22 亿元，均因股票价格下跌幅度较大。2017 年末，公司股权投资包括股权直投、股权投资基金和不动产投资基金三类，其中股权直投余额为 98.52 亿元，乐视致新电子科技（天津）有限公司股权原值 4.00 亿元，计提减值 3.00 亿元、天津华宇地商贸有限公司股权原值 4.00 亿元，全额计提减值准备，厚普增信有限公司股权原值 0.03 亿元，全额计提减值准备；股权投资基金余额 117.40 亿元，不动产投资基金 109.40 亿元。2017 年末，公司基金投资余额 329.47 亿元，其中货币市场基金 209.58 亿元，债券基金 88.34 亿元，混合基金 26.61 亿元，分级股票基金 0.55 亿元。

长期股权投资方面，2017 年末，华夏人寿持有的长期股权投资余额为 411.91 亿元，主要包括：对中国平安保险（集团）股份有限公司（以下简称“中国平安”）的投资 175.19 亿元[1]，对中国民生银行股份有限公司（以下简称“民生银行”）的投资 159.06 亿元，对中民嘉业投资有限公司（以下简称“中民嘉业”）的投资 45.37 亿元，对哈尔滨银行股份有限公司的投资 17.66 亿元。2017 年，公司长期股权类投资实现收益 143.52 亿元，其中权益法确认的投资收益 47.52 亿元，主要来自对中国平安及民生银行的投资，股权投资处置收益 96.00 亿元，为转让中国平安股票所实现的投资收益。2016 年，公司以 59.18 亿元收购中民嘉业 16.67% 股份，账面价值 59.18 亿元，因收购价低于公允价值，2016 年，公司确认投资收益 33.02 亿元；2017 年，受中民嘉业以低于市场价格的交易对价将部分物业转让给其控股股东中国民生投资股份有限公司等因素的

[1] 根据《中国保监会关于进一步加强保险资金股票投资监管有关事项的通知》的规定，保险公司投资单一股票的账面余额不得高于其上季末总资产的 5%。华夏人寿因此减持了其持有的中国平安股份。

影响，当年公司确认投资损失 10.93 亿元；截至 2017 年末，公司所持中民嘉业账面价值 45.36 亿元，当年权益法确认投资损失 10.93 亿元，获得现金分红 1.26 亿元。2017 年末，中民嘉业净资产 243.09 亿元，全年实现净利润 35.17 亿元。

图表 8. 截至 2017 年末，华夏人寿长期股权投资情况（单位：亿元）

项目	持股比例	行业	总资产	净资产	营业收入	净利润
四川三洲特种钢管有限公司	33.00	制造业	38.69	14.01	9.55	0.81
四川三洲川化机核能设备制造有限公司	20.00	制造业	12.93	3.58	2.21	0.16
北京炎黄时代中药检验检测有限公司	30.00	医疗	0.8	0.8	-	249.26 元
厚普征信有限公司	40.00	投资咨询	0.54	0.51	-	-52.75 万元
中国平安保险（集团）股份有限公司	3.40	保险业	64930.75	4733.51	8908.82	890.88
哈尔滨银行股份有限公司	4.43	银行业	5642.55	412.6	112.66	52.49
中国民生银行股份有限公司	3.77	银行业	59020.86	3789.7	1442.81	498.13
中民嘉业投资有限公司	16.67	投资管理	841.7	243.09	100.22	35.17
江苏华兰药用新材料股份有限公司	21.74	医疗	5.03	2.3	3.87	0.74
久盈资本投资管理有限公司	40.00	投资管理	0.67	0.63	0.14	-46.36 万元
深圳前海基础设施投资基金管理有限公司	29.50	投资管理	3.23	3.18	0.22	0.08
国核投资有限公司	20.00	投资管理	1.31	1.3	0.09	-0.03

资料来源：华夏人寿

近年来，华夏人寿投资性房地产配置规模快速上升，截至 2017 年末，投资性房地产投资余额为 263.23 亿元，同比增长 238.30%，占资金运用的比重较年初增加 4.23 个百分点至 6.31%。公司投资性房地产主要为商业物业、办公物业和附属设施，分布在北京、上海、广州、深圳、长沙、哈尔滨、济南和海口等城市，投资成本 229.92 亿元，公允价值变动 33.31 亿元。总体来看，公司房地产类业务规模较大，在房地产行业不确定性上升的背景下，此类业务面临的市场风险及流动性风险趋升。

其他类资产方面，2017 年，华夏人寿其他类资产配置比重大幅上升，年末投资余额增至 1332.76 亿元，占资金运用的比重较年初增加 10.27 个百分点至 31.95%。其中，债权及信托产品配置比重大幅上升，年末投资余额为 955.13 亿元，占资金运用总规模的 22.90%，较年初增加 18.37 个百分点，其中 798.69 亿元为不可穿透的权益类信托产品，面临较大的市场风险，关注此类资产的安全性及流动性。2017 年末，理财产品投资余额为 374.28 亿元，占资金运用的 8.97%，较年初分别增加 18.37 个百分点和-8.06 个百分点。公司所投资的理财产品以一年期产品为主，理

财产品主要发行人主要为全国性股份制商业银行和邮政储蓄银行，最终投向为债券、及货币市场工具。

图表 9. 华夏人寿资金运用情况（单位：亿元， %）

类别	金额			占比		
	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2015 年末	2016 年末	2017 年末
流动类及固定收益类资产	**768.52**	**1387.34**	**1307.38**	**30.73**	**37.10**	**31.35**
其中：现金	238.36	347.92	132.08	9.53	9.30	3.17
银行存款	138.41	404.30	269.36	5.53	10.81	6.46
买入返售金融资产	39.81	28.06	114.62	1.59	0.75	2.75
债券类投资	343.49	592.17	769.17	13.74	15.84	18.45
保户质押贷款	8.45	14.89	22.16	0.34	0.40	0.53
股票	**464.03**	**303.33**	**209.80**	**18.56**	**8.11**	**5.03**
基金	**437.16**	**404.28**	**329.47**	**17.48**	**10.81**	**7.90**
股权投资	**119.83**	**200.73**	**316.33**	**4.79**	**5.37**	**7.59**
长期股权投资	**281.95**	**555.29**	**411.91**	**11.27**	**14.85**	**9.88**
投资性房地产	**31.39**	**77.81**	**263.23**	**1.26**	**2.08**	**6.31**
其他类资产	**397.86**	**810.81**	**1338.54**	**15.91**	**21.68**	**32.10**
其中：信托计划	105.72	169.54	955.13	4.23	4.53	22.90
理财产品	292.14	637.09	374.28	11.68	17.04	8.97
资金运用规模	**2500.73**	**3739.60**	**4170.03**	**100.00**	**100.00**	**100.00**

注：根据华夏人寿经审计的 2015-2017 年财务数据调整、计算

(四) 风险管理

2017 年，随着存量中短存续期业务规模降低，华夏人寿面临的保险风险有所下降；受资产配置结构调整影响，公司面临的市场价格风险略有下降，信用风险小幅上升。流动性管理方面，2017 年，公司存量中短存续期业务规模较大，但较高比例的高流动性资产有助于缓解其流动性管理压力。

从偿二代监管数据来看，华夏人寿面临的主要为市场风险、信用风险、寿险业务保险风险，其中市场风险主要源自股票投资，信用风险主要源自商业银行理财产品的交易对手违约风险，寿险业务保险风险主要为退保风险。截至 2017 年末，公司量化风险最低资本为 489.84 亿元，较年初略有下降。其中，市场风险最低资本为 439.29 亿元，同比增加

0.26%，包括：权益价格风险最低资本为 408.12 亿元，同比下降 1.33%，其中 247.59 亿元来自不可穿透的权益类信托产品；利率风险最低资本为 187.27 亿元，同比增长 6.43%；房地产价格风险为 65.39 亿元，同比增长 23.62%；风险分散效应 224.88 亿元，同比增长 8.15%。2017 年末，公司信用风险最低资本 87.34 亿元，其中交易对手违约风险最低资本为 79.30 亿元；寿险业务保险风险最低资本 71.79 亿元，其中退保风险最低资本为 55.68 亿元，同比减少 26.83%，损失发生风险最低资本为 32.87 亿元，同比增长 13.55%。

1. 市场风险

华夏人寿面临的市场风险是指金融工具的公允价值或未来现金流量会因市场价格变动而出现波动的风险。市场风险包括三种风险：利率风险、汇率风险和价格风险。华夏人寿面临的利率风险主要体现在固定收益类投资组合的利率风险敞口上，外汇风险主要体现在公司持有的外币资产上，价格风险主要体现在公司持有的上市权益类投资上。截至2017年末，公司资产平均久期2.07年，负债平均久期9.60年，资产负债持有期缺口率为-78.44%，资产久期低于负债久期。

2017年，随着权益类资产配置规模的收缩，华夏人寿的税前利润及税前股东权益受上市权益类资产价格波动的影响减弱。在计入可供出售金融资产债券投资规模增长的拉动下，公司税前股东权益受市场利率波动影响较年初有所上升。同时，由于以港币计价的应收分保账款增幅较大，公司税前利润及税前股东权益受到港币对人民币汇率波动的影响亦有所上升。

图表 10. 华夏人寿市场风险敏感性分析（单位：亿元）

因素变动		2015 年	2016 年	2017 年
市场利率提高 50 个基点	利润总额	-3.25	-5.89	-3.77
	税前股东权益	-3.82	-7.14	-9.86
市场利率下降 50 个基点	利润总额	3.07	6.30	4.00
	税前股东权益	3.62	7.62	10.47
美元对人民币升值 5%	利润总额	0.92	0.89	0.85
	税前股东权益	0.92	0.89	0.85
美元对人民币贬值 5%	利润总额	-0.92	-0.89	-0.85
	税前股东权益	-0.92	-0.89	-0.85
港币对人民币升值 5%	利润总额	0.14	1.69	2.73

	税前股东权益	0.14	1.69	3.21
港币对人民币贬值 5%	利润总额	-0.14	-1.69	-2.73
	税前股东权益	-0.14	-1.69	-3.21
上市权益投资市价上浮 10%	利润总额	3.61	4.35	0.14
	税前股东权益	42.66	38.43	26.17
上市权益投资市价下浮 10%	利润总额	-3.61	-4.36	-0.14
	税前股东权益	-42.66	-38.43	-26.17

资料来源：华夏人寿

2. 信用风险

华夏人寿面临的信用风险主要是指因债务人或交易对手不能履行或不能按时履行合同义务，或信用状况的不利变动而导致的风险。目前，公司面临的信用风险主要与银行定期存款、债券投资、应收款项类投资等有关。

截至2017年末，华夏人寿债券投资余额为769.17亿元，其中利率债1.32亿元，信用债中AAA、AA^{+}、AA级债券占比分别为46.03%、30.87%和22.11%。

图表 11. 华夏人寿所持债券信用级别分布情况（单位：%）

信用评级	2015 年末	2016 年末	2017 年末
AAA	26.30	29.85	46.03
AA+	35.93	34.14	30.87
AA	37.77	35.92	22.11
A-1	-	0.10	1.00
总计	**100.00**	**100.00**	**100.00**

资料来源：华夏人寿

在银行存款配置方面，2017年末，华夏人寿银行存款269.36 亿元，主要存放在股份制行和城商行，前十大合作银行合计占存款余额的91.66%，其中，第一大合作银行占比达43.81%。

图表 12. 截至 2017 年末，华夏人寿前十大存款合作银行（单位：%）

银行简称	信用评级	占比
包商银行	AA+	43.81
乌海银行	AA-	8.54
达州银行	AA	7.43
烟台银行	AA	7.43
甘肃银行	AAA	6.42

厦门国际银行	AAA	5.94
桂林银行	AA+	3.71
民生银行	AAA	3.68
恒丰银行	AAA	2.49
交通银行	AAA	2.23
合计	-	**91.66**

资料来源：华夏人寿

非标准化投资方面，2017年末，华夏人寿信托、债权及资管计划投资余额955.13亿元，期限以3-5年为主，收益率5.0%-7.0%。2017年新增投资主要为商贸行业、房地产行业和市政基础建设，关注公司非标投资的信用风险及合规风险。

再保险业务方面，截至2017年末，华夏人寿存续再保险业务的对手方为中国人寿再保险有限责任公司、慕尼黑再保险公司北京分公司、汉诺威再保险股份公司上海分公司、德国通用再保险股份公司上海分公司以及汉诺威再保险股份公司香港分公司，合作方市场声誉整体较好，分出保险所面临的信用风险较低。

3. 保险风险

华夏人寿面临的保险风险主要是指因死亡率、疾病率、赔付率、退保率等精算假设的实际经验与预期发生偏离而造成损失的风险。

2017年，华夏人寿个险营销渠道13个月保费继续率为92.82%，25 个月保费继续率为95.44%；银保渠道个人业务13个月保费继续率为95.99%，25 个月保费继续率为96.41%。公司未出现集中、非预期重大退保事件，受到存量中短存续期产品集中到期的影响，2017年公司退保率为1.66%，较上年有所上升。

图表 13. 华夏人寿精算假设敏感性分析（单位：%）

因素变动	对保险合同准备金的影响		
	2015年末	2016年末	2017年末
折现率增加 50bp	-3.65	-4.66	-5.25
折现率减少 50bp	4.28	5.58	6.83
死亡率为基准死亡率的 110%	0.85	0.58	0.33
死亡率为基准死亡率的 90%	-0.87	-0.59	-0.34
费用为基准费用的 110%	0.28	0.27	0.23
费用为基准费用的 90%	-0.27	-0.27	-0.22

退保率为基准退保率的 125%	-3.10	-2.12	-1.72
退保率为基准退保率的 75%	3.93	2.63	1.96

资料来源：华夏人寿

总体来看，跟踪期内，华夏人寿退保率有所上升，公司将应注重对短期险赔付率和退保率的监测，加强对重点产品的现金流和费用管理。

4. 流动性风险

华夏人寿面临的流动性风险主要是指因面临赔付、退保等偿付支出需求导致现金流出现问题而不得不以更高的成本大量套现时的风险。为有效管理流动性风险，华夏人寿制定了资产配置、投资组合设置以及资产到期日组合指引，资管子公司需按照资产负债匹配的原则，在投资指引指导下进行资产配置（包括现金流匹配和久期匹配）。

截至2017年末，华夏人寿流动性比率为399.39%，资产平均久期2.07年，负债平均久期9.60年，资产负债持有期缺口率为-78.44%，资产久期低于负债久期。

截至2017年末，华夏人寿一年内可变现的金融资产合计1798.04亿元，其中流动性良好的资产主要为货币资金、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、应收利息、保户质押贷款、定期存款及可供出售金融资产等，其中可即期变现的金融资产合计183.03亿元。公司一年内到期的金融负债合计180.39亿元，主要为卖出回购金融资产款、应付分保账款、应付赔付款、应付保单红利、应付债券及保户储金及投资款等，主要集中在3个月以内。从资产对负债的匹配程度来看，公司一年以内的金融资产可对同期金融负债形成较好覆盖，公司面临的流动性风险相对较低。2016年3月，保监会颁布了《中国保监会关于规范中短存续期人身保险产品有关事项的通知》，对于中短存续期产品的规模进行较为严格的限制。目前，公司存量中短存续期业务规模较大，存量产品的逐步到期及替代产品的销售情况，将对其流动性情况产生较大影响。

5. 操作风险

华夏人寿面临的操作风险主要是指因不完善的内部操作流程、人员、系统或外部事件而导致直接或间接损失的风险。2017 年公司受到监管处罚 2 次，共计罚款金额 150 万元。公司未发生重大违规行为或重大风险事件，公司合规风险事件发生率控制在相对低水平。

(五) 盈利能力

2014 年以来，华夏人寿净利润及综合收益总额均保持盈利。目前，公司承保业务尚未实现盈利，且随着长期期缴业务发展、存量年金及万能险规模的累积，公司营业成本增长较快，主要依靠投资业务收益实现盈亏平衡，盈利稳定性较弱。2017 年，受市场波动影响较大。

2014年以来，华夏人寿保持盈利。2016年起，公司持续推进业务转型，随着风险保障类业务规模的上升，公司原保险保费收入保持较快增长。在业务结构优化的同时，新单期缴产品推高公司业务成本，寿险责任准备金计提和手续费及佣金支出快速上升，且随着存量年金和万能险业务规模的累积，公司赔付支出及其他业务支出保持在较高水平。目前，公司承保业务尚未实现盈亏平衡，主要依赖投资业务收益覆盖承保端缺口。2017年，公司实现营业收入1027.40亿元，同比增长34.68%，其中已赚保费收入690.45亿元，同比增长46.71%，实现净利润40.77亿元，较上年增长323.99%，综合收益总额47.97亿元，较上年增长573.84%。

投资业务方面， 2017年，华夏人寿实现投资业务收益294.34亿元，较上年增长4.80%，投资业务收益率为6.54%，综合投资收益率为6.51%，分别较上年减少1.40个百分点和1.52个百分点。2017年，公司投资业务收益中股权处置收益、权益法确认的长期股权投资收益及地产估值增值增幅较大，投资收益及公允价值变动损益实现较快增长。2017年，公司实现投资收益294.34亿元，同比增长4.80%，主要包括：出售中国平安部分股份所得收益96.00亿元，权益法确认长期股权投资收益47.52亿元，基金、股票、理财产品红利收入77.08亿元，债券、非标债权类资产和定期存款利息收入分别为21.00亿元、12.21亿和16.58亿元，基金及债券价差收益15.64亿元。2017年，公司公允价值变动净收益为34.19亿元，同比增长逾36倍，主要系投资性房地产估值增值。

图表 14. 华夏人寿投资业务收益情况（单位：亿元，%）

项目	2015 年	2016 年	2017 年
投资收益（扣除对联营/合营企业的投资收益）	182.06	249.53	246.82
公允价值变动收益	8.84	0.91	34.19
汇兑损益	-0.15	2.55	-4.57
活期存款利息收入	0.69	2.86	5.57
卖出回购金融资产利息支出	3.96	7.98	8.73

投资业务收益	**188.10**	**247.87**	**273.28**
可供出售金融资产公允价值变动净额	-11.99	2.79	-1.59
综合投资收益	**175.50**	**250.67**	**271.69**
资金运用规模	2500.73	3739.60	4170.89
投资业务收益率	**10.03**	**7.94**	**6.54**
综合投资收益率	**9.39**	**8.03**	**6.51**

资料来源：华夏人寿经审计的 2015-2017 年财务报告

营业支出方面，随着华夏人寿业务的快速发展及业务结构优化，公司业务成本同步上升，寿险责任准备金计提和手续费及佣金支出快速增长，且随着存量年金和万能险业务规模的累积，公司赔付支出及其他业务支出保持在较高水平。2017年，公司提取保险责任准备金和手续费及佣金支出分别为648.76亿元和157.98亿元，分别较上年增长89.41%和83.10%，赔付支出和其他业务成本分别为77.20亿元和157.79亿元。由于中短存续期产品退保高峰的逐步临近，2017年，公司寿险退保金同比增长306.53%至22.95亿元。

总体来看，受市场波动影响，2017年华夏人寿投资业务收益率及综合投资业务收益率同比有所下降。同时，公司业务调整使得承保业务亏损呈上升趋势，公司未来盈利的可持续性对于投资的依赖度仍较高。

(六) 资本实力

2017 年，通过业务结构优化及资产配置调整，华夏人寿的资本消耗速度持续放缓，偿付能力充足度有所回升，但仍低于同业平均水平。公司计划发行资本补充债券以缓解资本补充压力。

截至2017年末，华夏人寿注册资本为153.00亿元，偿付能力溢额144.79亿元，综合偿付能力充足率为124.08%，核心偿付能力充足率为95.90%，处于行业中等偏低水平。

图表 15. 华夏人寿资本实力与偿付能力（单位：亿元，%）

项目	2015 年末	2016 年末	2017 年末
认可资产	2541.81	4044.53	4823.38
认可负债	2377.78	3620.77	4167.76
实际资本	164.01	423.76	655.61
核心一级资本	-	296.95	506.73

最低资本	94.35	338.41	528.38
偿付能力充足率	173.83	-	-
核心偿付能力充足率	-	87.75	95.90
综合偿付能力充足率	-	125.22	124.08

资料来源：华夏人寿 2015-2017 年经审计的偿付能力报告

总体来看，2017年，华夏人寿进行业务结构及资产配置调整，资本速度有所放缓，偿付能力有所回升，但仍处于同业中等偏低水平，公司有赖于外部资本补充以维持其偿付能力充足度。

(七) 结论

跟踪期内，华夏人寿积极调整业务结构，推进传统寿险和健康险业务发展，投资业务收益率较上年略有下降，综合收益保持盈利。公司盈利对投资依赖度较高，公司投资能力承压。此外，公司目前业务结构中，中短存续期产品占比仍较高，在新监管政策下，面临较大的业务调整压力，业务稳定性有待观察。

同时，我们仍将持续关注：（1）华夏人寿产品结构和渠道建设的优化调整情况；（2）中短存续期产品到期兑付后公司业务转型及替代产品开发与销售情况；（3）公司非标类投资的安全性及合规风险；（4）关联交易风险；（5）公司资本补充进度；（6）公司盈利能力的稳定性。

附录一：

主要数据与指标表

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年一季度
单位：亿元，%				
主要财务数据及指标				
总资产	2,638.45	3,914.63	4,583.83	4,707.50
股东权益	169.25	177.96	222.93	227.89
未分配利润	-16.71	-7.11	26.71	58.61
寿险责任准备金	189.40	526.10	1,156.18	1,491.74
保户储金及投资款	2,063.82	2,792.24	2,808.80	2,571.90
营业收入	275.63	762.82	1,027.40	592.02
净利润	14.63	9.61	40.77	31.90
已赚保费/营业收入	28.33	61.70	67.20	84.61
自留保费增长率	0.83	4.81	1.31	-0.54
退保率	6.61	0.89	1.66	-
赔付率	23.61	17.69	39.75	5.08
投资收益率	10.03	7.94	6.54	0.00
平均资产回报率	0.74	0.29	0.96	0.69
平均资本回报率	9.47	5.54	20.34	14.15
偿付能力指标				
实际资本	164.01	423.76	655.61	724.61
核心一级资本	-	296.96	506.73	575.09
最低资本	94.35	340.26	528.38	580.22
偿付能力充足率	173.83	-	-	-
核心偿付能力充足率	-	87.27	95.90	99.12
综合偿付能力充足率	-	124.54	124.08	124.89
精算数据与指标				
规模保费收入	1,577.16	1850.22	1775.20	647.07
新单保费比率	98.73	91.17	89.01	97.68
首年期缴保费比率	1.65	34.52	19.49	8.92

注 1：上表中各项“财务数据与指标”根据华夏人寿经审计的 2015-2017 财务数据及未经审计的 2018 年一季度财务数据整理计算；
注 2：上表中各项“偿付能力指标”取自华夏人寿经审计的 2015-2017 年偿付能力报告及未经审计的 2018 年一季度偿付能力报告；
注 3：上表中各项“精算数据与指标”根据华夏人寿提供的数据整理计算。

附录二:

财务指标计算公式

指标名称	计算公式
已赚保费	保险业务收入-分出保费-提取未到期责任准备金
再保险率	分出保费/保费收入 × 100%
自留保费增长率	（本年保费收入-本年分出保费）/（上年保费收入-上年分出保费）-1
赔付率	（赔付支出-摊回赔付支出）/已赚保费×100%
退保率	退保金/ (上年末寿险责任准备金+上年末长期险责任准备金+本年长期险保费收入)×100%
新单保费比率	（趸缴保费收入+期缴首年新单保费收入）/保费业务收入
首年期缴保费比率	期缴首年新单保费收入/保费业务收入
资金运用规模	货币资金+交易性金融资产+买入返售金融资产+保护质押贷款+定期存款+可供出售金融资产+持有至到期投资+存出资本保证金+应收款项类投资+投资性房地产+长期股权投资
投资业务收益率	（投资收益-对联营企业和合营企业的投资收益+公允价值变动收益+汇兑收益+活期存款利息收入-卖出回购金融资产利息支出）/((期初资金运用规模+期末资金运用规模)/2) × 100%
综合投资收益率	（投资收益-对联营企业和合营企业的投资收益+公允价值变动收益+汇兑收益+可供出售金融资产公允价值变动净额+活期存款利息收入-卖出回购金融资产利息支出）/((期初资金运用规模+期末资金运用规模)/2) × 100%
平均资产回报率	净利润/[(上期末总资产+本期末总资产)/2] ×100%
平均资本回报率	净利润/[(上期末股东权益+本期末股东权益)/2] ×100%

附录三：

信用等级符号及定义

本评级机构主体信用等级划分及释义如下：

等级		含义
投资级	AAA 级	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 级	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 级	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 级	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
投机级	BB 级	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 级	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 级	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 级	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 级	不能偿还债务

注：除 AAA、CCC 及以下等级外，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。

本评级机构中长期债券信用等级划分及释义如下：

等级		含义
投资级	AAA 级	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 级	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 级	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 级	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
投机级	BB 级	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 级	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 级	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 级	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 级	不能偿还债务

注：除 AAA、CCC 及以下等级外，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。