

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： 2016 年 7 月 29 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 [2016]100896】

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	2016 年 7 月
首次评级:	AA ⁺ 级	稳定	AA 级	2015 年 9 月

主要财务数据及指标

项目	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年 一季度
单位: 亿元, %				
财务数据及指标				
总资产	667.06	1303.54	2638.45	3401.27
股东权益	50.35	139.66	169.25	157.35
未分配利润	-42.21	-31.34	-16.71	-20.91
寿险责任准备金	147.53	155.93	189.40	211.58
保户储金及投资款	364.72	901.79	2063.82	2820.58
营业收入	60.62	115.95	275.63	147.73
净利润	-15.87	11.55	14.63	3.45
综合收益总额	-21.65	50.77	2.65	-2.43
已赚保费/营业收入	62.82	33.35	28.33	32.94
平均资产回报率	-3.54	1.17	0.74	-
平均资本回报率	-45.44	12.15	9.47	-
精算数据及指标				
偿付能力充足率	180.39	174.05	173.83	-
综合偿付能力充足率	-	-	-	106.58
核心偿付能力充足率	-	-	-	61.43
内含价值	0.68	1.81	2.45	-
新业务价值	0.02	0.03	0.07	-
规模保费收入	369.50	704.86	1577.16	-
新单保费比率	95.28	97.94	98.73	-
首年期缴保费比率	1.34	1.63	1.65	-
佣金和手续费率	3.26	3.97	3.83	-
费用率	4.47	3.85	2.88	-

注 1: 财务数据及指标根据华夏人寿经审计的 2013-2015 年财务数据及未经审计的 2016 年一季度财务数据整理、计算;

注 2: 精算数据及指标根据取自华夏人寿经审计的 2013-2015 年偿付能力报告、未经审计的 2016 年一季度偿付能力报告及 2013-2015 年精算报告数据整理、计算。

分析师

李萍 liping@shxsj.com
何泳萱 hyx@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, 华夏人寿通过银保渠道推动万能险产品销售, 业务及资产规模快速扩张, 公司投资业务收益波动较大, 综合收益总额较上年下降较快。公司中短存续期产品占比较高, 短期内, 面临较大的业务调整压力。目前, 公司综合及核心偿付能力充足率均处于同业较低水平, 未来增资完成后, 公司资本实力将得到有效补充。同时, 新世纪评级将持续关注公司产品结构优化、渠道建设及投研能力提升情况和理财型产品混业竞争对公司业务运营的影响。

- **行业政策支持。** 保险资金运用范围的持续拓宽、费率市场化改革以及“新国十条”的政策红利为保险行业带来了全新的发展机遇。
- **资本实力较强。** 华夏人寿目前正在实施大额资本补充计划, 增资完成后, 公司资本实力将居行业上游水平。
- **中短存续期产品占比较高。** 华夏人寿规模保费收入主要来自中短存续期产品, 短期内产品及业务结构面临较大调整压力。
- **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影响。
- **产品结构有待优化。** 华夏人寿保障型产品规模保费收入贡献度较低, 公司未来盈利能力及盈利的可持续性对投资业务依赖度较高, 产品结构有待进一步优化。
- **权益类投资占比较高。** 华夏人寿资金运用中权益类投资占比较高, 未来公司盈利水平受市场波动影响较大。

- **非标投资信用管理难度上升。**华夏人寿资金运用中,非标准化投资占比较高,在宏观经济下行期,资产质量下沉,关注公司非标资产的信用风险及的非标投资的合规风险。

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 2015 年财务报表、偿付能力报告及精算数据, 未经审计的 2016 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 2015 年末, 公司待偿还债券本金为 105.00 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, 截至2015年末, 公司注册资本为153.00亿元, 股东结构具体如下。

图表 1. 截至 2015 年末，华夏人寿股东结构

序号	股东名称	持股比例 (%)
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
4	北京中胜世纪科技有限公司	13.41
5	北京百利博文技术有限公司	13.37
6	天津华宇天地商贸有限公司	11.24
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
9	北京龙达鑫锐科贸有限公司	0.35
10	中国京安信用担保有限公司	0.30
11	礼泉县袁家投资公司	0.13
12	北京国伦咨询顾问有限公司	0.09
合计		100.00

资料来源：华夏人寿

截至 2015 年末，华夏人寿合并口径资产总额 2638.45 亿元，股东权益 169.25 亿元，其中未弥补损失 16.71 亿元，负债总额 2469.20 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 2258.84 亿元。2015 年，公司实现保费业务收入 79.96 亿元，其中已赚保费 78.09 亿元，规模保费收入 704.86 亿元，净利润 14.63 亿元，综合收益总额 2.65 亿元。

(二) 运营环境

1. 宏观经济环境

2016 年第一季度我国经济发展的外部环境仍较复杂，国内产业结构性风险有所提升，地方政府债务风险犹存。未来一段时间内，我国将继续实施积极的财政政策，稳健中适度宽松的货币政策。从中长期看，我国经济将伴随着供给侧改革、经济结构调整、产业升级、区域经济结构优化、城镇化、内需扩大而保持稳定的增长。

2016 年第一季度，中国宏观经济仍面临复杂的国际环境。美国经济总体上延续了复苏的态势，但经济增速略微放缓，且不确定性有

所增加，导致其加息进程趋于谨慎。美国货币政策的转向对全球资本流动、汇率波动和证券市场的震动有所减弱。在量化宽松政策的刺激下，欧洲经济温和复苏，并且主权信用风险有所缓解，有利于欧盟政治、经济的整体稳定。日本的宽松货币政策对经济的刺激效应有所下降，而其经济的结构性问题短期内尚难解决。

2016年第一季度，国际石油价格保持低迷，石油输出国的经济处于疲软状态、国家风险上升，全球以石油为基础的行业风险上升。新兴经济体中，印度维持了中高速增长态势，俄罗斯在因乌克兰问题遭受以美国为代表的西方国家制裁、石油价格下跌等双重因素影响下，经济尚未出现实质性转折；巴西的经济增长和国别风险仍然较高。

在复杂的国际经济背景下，美国回归常规货币政策的步伐短期内偏向保守；欧洲为了促进经济增长、缓解主权债务风险和银行业的结构性危机，继续维持量化宽松的货币政策；日本将继续推行量化宽松和低利率货币政策。新兴经济体将总体维持相对宽松的货币政策和积极的财政政策以刺激经济的增长。

2016年第一季度，中国对外开放水平继续提高，人民币国际使用不断扩大、国际地位继续增强，资本项目可兑换进程持续推进。“一带一路”战略及与欧美的信息技术协议谈判增强了贸易、资本和技术往来。中国的这些区域和全球性的战略推进，将进一步推动中国经济和金融深度融入世界经济体系，为中国和世界经济增长发展提供了良好的政策、制度基础和组织保证。在中国提高对外开放水平的同时，国内长江经济带、京津冀协同发展等区域和省市经济建设、自贸区建设等都与对外开放进行了衔接。

2016年第一季度，中国继续实施积极的财政政策和稳健中适度宽松的货币政策。在财政政策上，财政部继续推动各省市和计划单列的地方政府债券发行，对规范地方政府融资行为、防范和化解区域和地方政府债务风险发挥了积极的作用，中国地方政府债务的风险总体上仍然可控；在积极的财政思路下，本年中国财政赤字率升至3%。在货币政策上，在进一步降息、降准空间有限的背景下，中国央行适当增加了基础货币投放的力度，在物价水平总体可控的条件下保证了市场的流动性、降低了实体经济的融资成本，有利于实体经济去库存、去产能的顺利推进。2016年，中国将继续实施积极的财政政策和稳健中宽松的货币政策。

在复杂的国际环境、对外开放水平不断提高、积极的财政政策和稳健中适度宽松的货币政策下，2016年第一季度中国国内生产总值

同比增速为 6.7%，仍然存在一定的下行压力，但是包括制造业 PMI、固定资产投资总额和 PPI 等重要数据均有一定的回暖，说明政府的稳增长、调结构的经济政策效力开始显现。从行业来看，以钢铁、水泥、有色金属、煤炭等为代表的产能过剩行业和以石油为基础的化工行业的风险仍然较高，信用风险和违约事件有所扩散，但总体依然可控。

中国经济本年仍将保持较大的下行压力，在刚性兑付不断打破、允许一些企业破产、去产能、去库存、去杠杆等的经济结构调整政策下，中国债券市场的信用风险和违约事件将呈现增加态势；在中国直接融资比例不断提高、证券市场不断发展的条件下，证券市场的波动对金融系统和实体经济的冲击会有所提高，但不至于引发系统性风险。

从中长期看，随着中国对外开放的不断提高，在中国供给侧改革、经济结构调整、产业升级、区域经济结构的优化、城镇化的发展、内需的扩大的条件下，中国经济仍将保持稳定的增长；在国际经济、金融形势尚未完全稳定的外部环境下，在中国国内经济增长驱动力转变及产业结构调整 and 升级的过程中，中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，以及证券市场波动对金融、经济的冲击性风险。

2. 寿险行业运营状况与风险关注

近年来，随着“新国十条”以及一系列保险新政的出台，人身险行业的经营环境产生了显著的变化。2015 年，万能险及分红险费率市场化改革的正式落地，险资投资范围的大幅拓宽，第二代偿付能力监管体系的建立，以及理财型产品在银保和网销渠道的销售限制对于人身险行业的产品定价、资金运用、风险监管以及产品结构均产生显著影响，为寿险行业发展带来新的机遇。同时，人身险行业也受到来自其他金融机构的业务冲击，面临的挑战加剧。

国内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。2015 年，我国人身险行业实现原保险保费收入 16287.55 亿元，占保险行业原保险保费总收入的 67.08%，其中寿险业务原保险保费收入 13241.52 亿元，同比增长 21.46%，占人身险行业原保险保费总收入的 81.30%。

随着我国居民理财需求的日益提高，人身险公司提供的以分红险、万能险和投连险为代表的高收益投资型产品成为银行存款的替代品，

银邮渠道超过个人代理成为寿险产品销售的主要渠道。2012年以来，得益于互联网金融的爆发式发展，网销渠道拓展迅速，在保险销售中的占比不断上升。随着银保渠道和网销渠道的快速发展，银保产品和网销产品同质化竞争及违规经营问题突显，监管机构出台一系列新规守则，以期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范围，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，保监会颁布《互联网保险业务监管暂行办法》，同样限制了理财型寿险产品的销售，禁止其在人身险公司未设立分支机构区域进行互联网销售，并叫停了多家人身险公司相关产品的网络销售。

受银信理财产品扩容及监管政策紧缩等的多重因素影响，理财型寿险业务拓展难度有所上升。2014年以来，受宏观经济增速下降及流动性充裕的双重影响，资产荒现象日趋显著。2016年初，指数熔断机制推出后，股市断崖式下跌，股市止跌后持续震荡，成交量萎缩，资金大量流出，资产荒进一步蔓延。较为旺盛的投资保值需求推动理财型人身险产品高速扩张，2016年3月，为规范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》，对于存续期较短的人寿险产品规模进行限制，规定中短期人身险产品总额不得超出净资本或投入资本2倍，超出部分需在5年过渡期内按比例压缩规模，并且全面禁止1年以内短期产品销售。对于理财型人身险产品的监管限制进一步加大。

行业竞争方面，目前，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，不断挤占市场份额，导致前十大公司保费收入集中度持续下降。保费收入前十大公司中，成立时间较短的富德生命、安邦、华夏及和谐健康等公司的规模保费市场份额持续上升，成立时间较长的国寿、平安、人保等市场份额持续下降中。2015年前十大人身保险公司原保单保费收入合计占比75.85%。

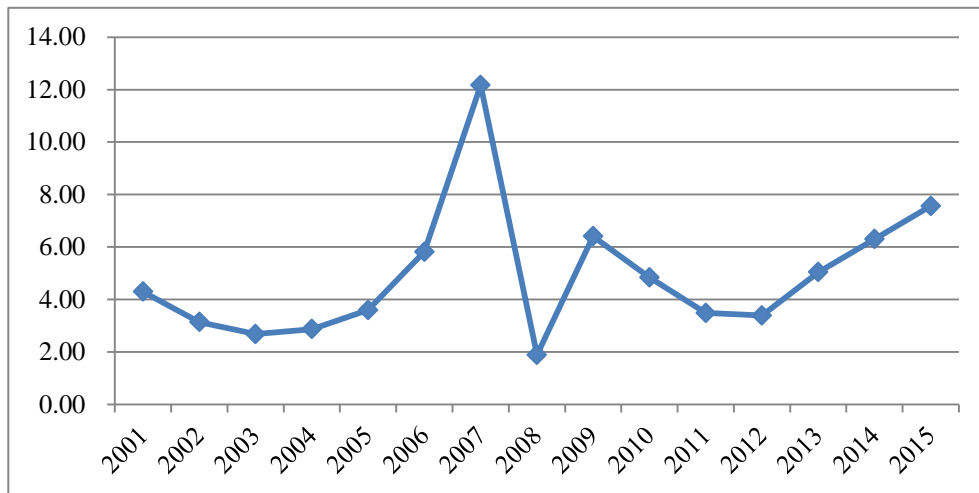
图表 2. 前十大人身险公司原保单保费收入占比 (单位: %)

排名	2013 年		2014 年		2015 年	
	公司	份额	公司	份额	公司	份额
1	国寿股份	30.42	国寿股份	26.10	国寿股份	22.96
2	平安人寿	13.60	平安人寿	13.71	平安人寿	13.14
3	新华人寿	9.65	新华人寿	8.66	新华人寿	7.05
4	太保人寿	8.85	太保人寿	7.78	太保人寿	6.85
5	人保寿险	7.01	人保寿险	6.20	人保寿险	5.64
6	泰康人寿	5.69	泰康人寿	5.35	太平股份	5.04
7	太平人寿	4.83	太平人寿	5.13	富德生命人寿	4.98
8	生命人寿	2.07	安邦人寿	4.17	泰康人寿	4.79
9	阳光人寿	1.47	生命人寿	2.89	安邦人寿	3.44
10	中邮人寿	2.14	中邮人寿	1.73	阳光人寿	1.96
合计	-	85.73	-	81.72		75.85

资料来源: 中国保监会

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有所上升。2013-2015 年, 保险行业年化收益率分别为 5.04 %、6.30% 和 7.56%。鉴于我国保险业仍处于发展的初级阶段, 审慎的监管有利于规范市场竞争秩序, 控制行业整体风险, 保障行业的长远发展。

图表 3. 2001-2015 年我国保险资金收益情况（单位：%）



资料来源：Wind

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迈入了新的历史阶段。

为避免人身保险公司的同质化竞争，促进保险产品上的健康与多样化发展，保监会分别于 2013 年 8 月、2015 年 2 月和 2015 年 9 月，出台了《关于普通型人身保险费率政策改革有关事项的通知》、《关于万能型人身保险费率政策改革有关事项的通知》和《关于分红型人身保险费率政策改革有关事项的通知》，放开三大险种的预定利率上限，为其全面市场化奠定基础，同时对万能险及分红险的风险保额提出限制，促使其回归保障本质。

（三）业务竞争力

近年来，华夏人寿主要通过银邮代理渠道开展万能险产品销售，业务及资产规模快速扩张，市场份额持续上升。公司所售产品以趸缴为主，保障型产品保费规模及占比逐年上升，但仍处于较低水平。资金运用方面，2015 年，公司加大了权益类资产的配置比重，固定收益类资产及流

动性管理工具占比有所下降，未来公司盈利受市场波动影响较大，所面临的市场风险有所上升。

华夏人寿基本形成了布局全国的服务网络，截至 2015 年末，公司共设有 22 家分公司、65 家中心支公司和 38 家支公司及营销服务部。近年来，依靠万能险产品销售，公司规模保费收入快速扩张。2015 年，公司实现原保险保费收入 79.96 亿元，较上年增长 91.05%，三年来首次实现增长，占市场份额的 0.51%，列行业第 29 位；实现规模保费收入 1577.16 亿元，较上增长 123.75%，占市场份额 7.27%，列行业第 4 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（旧准则）主要来自银邮代理渠道，2015 年，公司直销渠道发展较快，保费贡献度有所上升。近年来，公司加大银保渠道的开拓力度，与五大国有银行，以及招商银行、邮政储蓄银行等大型股份制银行开展合作，截至 2015 年末，公司共设立银行保险合作销售网点 21160 个，全年银保渠道实现规模保费收入 1377.90 亿元，银保渠道市场排名从上年的第 2 位上升至第 1 位。同时，公司积极推动个险营销渠道建设，2015 年，公司新设 2 家分公司，43 家中心支公司和 140 家支公司及营销服务部，个人寿险销售代理人数量增至 34275 人，约较年初增加 70%，全年实现规模保费收入 46.67 亿元，较上年增长 117.20%。除上述渠道外，2015 年，公司通过完善激励机制、扩充代理人队伍、弱体机构改造等措施，提高营销队伍销售产能及活动率，全年直销渠道实现规模保费收入 130.74 亿元，约为上年的 10 倍。

图表 4. 华夏人寿保费收入按渠道划分情况（单位：亿元，%）

	2013 年		2014 年		2015 年	
	新准则	旧准则	新准则	旧准则	新准则	旧准则
保费收入(亿元)	42.88	369.51	41.85	704.86	79.96	1577.16
其中：个人代理渠道占比	33.02	3.50	33.83	3.05	33.05	2.96
直销渠道占比	7.93	5.33	8.12	1.98	5.38	8.29
银邮代理渠道占比	17.03	90.44	17.45	93.70	9.75	87.37
其他代理渠道占比	18.23	0.73	16.22	1.27	17.15	1.38
分入渠道占比	23.79	-	24.37	-	34.67	-

资料来源：华夏人寿

注：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

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。2015年，公司实现保费收入79.96亿元，较上年增长103.48%，其中，保障型产品（传统寿险、健康险及意外险）保费收入合计69.96亿元，较上年增加43.35亿元。从旧准则口径来看，公司普通寿险及万能险规模保费收入增长较快，其中普通寿险规模保费比重有所上升。2015年，公司万能险规模保费收入1295.91亿元，较上年增长123.75%，占全年规模保费收入的82.17%，较上年减少9.94个百分点；普通寿险规模保费收入254.89亿元，较上年增长666.41%，占规模保费收入的16.16%，较上年增加11.41个百分点。

图表 5. 华夏人寿保费收入情况按险种划分（单位：亿元）

	2013年		2014年		2015年	
	新准则	旧准则	新准则	旧准则	新准则	旧准则
普通寿险	6.40	1.16	19.78	33.52	53.56	254.89
分红险	32.65	32.99	15.12	15.07	9.88	9.88
万能险	0.13	331.39	0.12	649.21	0.01	1295.91
意外险及健康险	3.71	3.96	6.84	7.06	21.71	16.47
合计	42.88	369.50	41.85	704.86	79.96	1577.16

资料来源：华夏人寿

从缴费方式看，华夏人寿保费收入主要来自趸缴业务。旧准则口径，2015年，公司趸缴业务实现规模保费收入1531.06亿元，占公司规模保费收入的93.94%，期缴业务实现规模保费收入46.10亿元，其中新单保费收入26.09亿元，分别占公司规模保费收入的6.06%和1.34%。

图表 6. 华夏人寿保费收入按缴费方式划分（单位：亿元）

	2013年		2014年		2015年	
	新准则	旧准则	新准则	新准则	旧准则	新准则
趸缴	23.89	347.12	16.01	678.85	34.27	1531.06
期缴	18.99	22.39	25.84	26.00	45.69	46.10
其中：首年新单	5.09	4.94	11.32	11.49	25.99	26.09
合计	42.88	369.51	41.85	704.86	79.96	1577.16
新单保费比率	67.59	95.28	65.31	67.59	75.36	95.28
首年期缴保费比率	11.88	1.34	27.06	11.88	32.50	1.34

资料来源：华夏人寿

从产品存续期来看，华夏人寿业务结构中中短存续期产品占比较高，2015年规模保费中，371.2亿元为存续期在一年以内产品，1095.60亿元

为存续期在 2-3 年产品。根据对于中短存续期产品的最新监管细则，2016 年 4 月起，存续期一年内产品全部停售，2-3 年期产品规模需控制在公司净资本 2 倍以内，超标部分需按比例逐年压缩。未来，为维持业务及资产规模，公司需开发、销售替代产品以应对相关产品的到期偿付，业务面临较大转型压力。

图表 7. 2015 年末，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
华夏一号养老年金保险（A 款）	229.1	华夏财富一号两全保险（C 款，万能型，升级版）	457.2
华夏聚宝盆团体年金保险（万能型）	82.0	华夏财富一号两全保险（C 款，万能型）	357.5
华夏一号两全保险（万能型）	23.2	华夏财富一号两全保险（D 款，万能型，升级版）	207.4
华夏一号两全保险（C 款，万能型）	18.5	华夏财富一号两全保险（D 款，万能型）	70.8
华夏 i 财两全保险（万能型）	18.4	华夏盛世盈团体年金保险（万能型）	2.8
合计	371.2		1095.6

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，规模保费仍以万能险保费为主。2015 年，得益于保障型产品保费收入的稳步上升，公司保费收入较上年增长 91.05%；受万能险及普通寿险规模保费收入快速上升影响，公司规模保费较上年增加 123.75%。目前，中短存续期理财型产品仍为公司主营险种，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 2015 年末，公司保护储金及投资款已达 2820.58 亿元，占资产总额的 82.93%。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，筹建资产管理子公司。2013-2015 年末，公司投资资产规模分别为 632.04 亿元、1238.78 亿元和 2500.73 亿元，占公司资产比重分别为 94.75%、95.03% 和 94.78%。

2015 年，公司固定收益及流动性管理类资产在资金运用总规模中的比重不断下降，权益类投资占比上升较快。截至 2015 年末，公司资金运用中有 30.73% 投资于流动性及固定收益类资产，较年初下降 21.53 个

百分点,其中货币资金规模增至 238.36 亿元,占投资资产的比重为 9.53%,较年初略有下降。

2015 年,公司加大了权益类资产配置比重,股票、证券投资基金、长期股权投资余额分别为 464.03 亿元、437.16 亿元和 281.95 亿元,占资金运用规模的 18.56%、17.48%、11.27%和 4.79%,分别较年初增加 13.27、11.69 和 8.00 个百分点。2015 年,公司股票及证券投资基金合计实现收益 39.10 亿元,浮亏 2.63 亿元,2016 年一季度,公司股票及证券投资基金合计实现收益 14.93 亿元,浮亏 65.37 亿元。

股权投资方面,2015 年,公司新增长期股权投资 281.95 亿元,其中 223.97 亿元为对中国平安保险(集团)股份有限公司的长期股权投资,其他主要投向房地产、制造业、教育医疗等领域。2015 年,公司长期股权类投资实现收益 35.53 亿元,未实现收益-12.48 亿元,主要为子公司北京三义房地产开发有限公司及包头市金六环矿业有限责任公司股权处置收益。2016 年一季度,长期股权投资实现收益 15.92 亿元,主要为出售子公司部分股权处置收益。

图表 8. 截至 2015 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
成都中奥华实业	35.00	房地产	34.38	8.22	-	-0.65
广州奥誉房地产开发有限公司	46.04	房地产	34.02	23.69	1.37	0.54
广州龙文教育科技有限公司	30.00	教育	5.87	-0.43	7.10	0.92
杭州沅麟实业有限公司	40.00	不动产	5.13	4.94	-	-0.04
叶城龙全贸易有限公司	50.00	贸易	1.05	1.05	0.12	0.04
四川三洲特种钢管有限公司	33.00	制造业	31.12	13.35	9.95	1.01
四川三洲川化机核能设备制造有限公司	20.00	制造业	7.28	3.20	3.15	0.42
北京炎黄时代中药检验检测有限公司	30.00	医疗	-	-	-	-
厚普征信有限公司	40.00	投资咨询	0.59	0.53	-	-0.01
中国平安保险(集团)股份有限公司	3.40	保险业	47651.59	4135.71	6199.90	651.78

资料来源:华夏人寿

其他类资产方面,2015 年末,华夏人寿信托类资产规模及占比均较年初有所下降,余额为 105.72 亿元,占年末资金运用总规模的 4.23%,较年初减少 14.54 个百分点。公司理财产品规模及占比上升,年末余额为 292.14 亿元,占年末资金运用总额的 11.68%,较年初增加 6.31 个百分点,主要为银行理财产品,发行人以国有银行和股份制商业银行为主。

图表 9. 华夏人寿资金运用情况 (单位: 亿元, %)

类别	金额			占比		
	2013 年末	2014 年末	2015 年末	2013 年末	2014 年末	2015 年末
流动类及固定收益类资产	517.43	647.40	768.52	81.87	52.26	30.73
其中: 现金	141.77	143.54	238.36	22.43	11.59	9.53
银行存款	82.59	158.51	138.41	13.07	12.80	5.53
买入返售金融资产	1.50	52.85	39.81	0.24	4.27	1.59
债券类投资	289.19	287.81	343.49	45.76	23.23	13.74
保户质押贷款	2.37	4.69	8.45	0.37	0.38	0.34
股票	74.39	65.47	464.03	11.77	5.29	18.56
基金	-	71.72	437.16	-	5.79	17.48
股权投资	-	80.18	119.83	-	6.47	4.79
长期股权投资	-	40.60	281.95	-	3.28	11.27
不动产类资产	16.36	34.41	31.39	2.59	2.78	1.26
其中: 投资性房地产	16.36	34.41	31.39	2.59	2.78	1.26
其他类资产	23.86	298.99	397.86	3.78	24.14	15.91
其中: 信托计划	23.86	232.49	105.72	3.78	18.77	4.23
理财产品	0.00	66.50	292.14	0.00	5.37	11.68
资金运用规模	632.04	1238.78	2500.73	100.00	100.00	100.00

注: 根据华夏人寿经审计的 2013-2015 年财务数据调整、计算

(四) 风险管理

华夏人寿制定了与自身经营相适应的全面风险管理体系, 并逐步完善中, 由于保障型产品占比相对较低, 公司面临的主要风险为市场风险。2015 年以来, 公司权益类投资配置比重上升较快, 面临的市场价格风险上升; 公司负债久期上升, 资产久期缺口放大, 资产负债久期错配程度有所上升。流动性管理方面, 公司中短存续期产品占比较高, 在相关监管政策出台后, 相关业务的转型或将加大公司的流动性管理压力。

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2015年末，公司资产平均久期 2.01年，负债平均久期 3.50年，资产负债持有期缺口率为-42.57%，资产久期低于负债久期。

2015年，由于权益类投资配置比重上升，华夏人寿市场价格风险敞口大幅增加，上市权益投资市价波动对公司盈利和股东权益将产生较大影响。根据2015年公司对于利率、汇率及权益价格风险进行的敏感性测试，公司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较大，受市场利率波动影响亦较年初有所上升。

图表 10. 华夏人寿市场风险敏感性分析 (单位: 亿元)

因素变动		2014 年	2015 年
市场利率提高 50 个基点	利润总额	-0.33	-3.25
	税前股东权益	-2.68	-3.82
市场利率提高 50 个基点	利润总额	0.32	3.07
	税前股东权益	2.53	3.62
美元对人民币升值 5%	利润总额	0.02	0.92
	税前股东权益	0.03	0.92
美元对人民币贬值 5%	利润总额	-0.02	-0.92
	税前股东权益	-0.02	-0.92
港币对人民币升值 5%	利润总额	0.61	0.14
	税前股东权益	0.61	0.14
港币对人民币贬值 5%	利润总额	-0.61	-0.14
	税前股东权益	-0.61	-0.14
上市权益投资市价上浮 10%	利润总额	0.09	3.61
	税前股东权益	5.29	42.66
上市权益投资市价下浮 10%	利润总额	-0.09	-3.61
	税前股东权益	-5.29	-42.66

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。因保险公司的投资品种受到保监会的限制，投资组合中的大部分品种是企业债、金融债和定期存款，因此华夏人寿面临的信用风险相对较低。目前公司面临的信用风险主要与存放在商业银行的定期存款、债券投资、应

收款项类投资等有关。

截至2015年末，华夏人寿所持有276.21亿元债券，其中利率债55.14亿元，信用债中AAA、AA⁺及AA级债券占比26.30%、35.93%和37.77%。在银行存款配置方面，公司大额存款138.41亿元，主要存放在大型国有银行、股份制行和城商行，前五大合作银行合计占存款余额的69.86%，分别为甘肃银行、包商银行、民生银行、建设银行和中信银行。非标准化投资方面，2015年末，公司信托计划及债权计划投资余额105.72，其中固定收益类集合资金信托计划59.97亿元，所有固定收益类集合资金信托计划的信用级别以AA级为主，但仍有必要关注公司非标投资的信用风险及合规风险。公司再保险业务主要是与中国人寿再保险股份有限公司、慕尼黑再保险公司和汉诺威再保险公司及德国通用再保险股份有限公司4家再保险公司进行合作。

图表 11. 2015 年末，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
AAA	26.30
AA+	35.93
AA	37.77
总计	100.00

资料来源：华夏人寿

图表 12. 截至 2015 年末，华夏人寿前五大存款合作银行（单位：%）

银行名称	信用评级	占比
甘肃银行	AA+	30.33
包商银行	AA+	16.70
民生银行	AAA	11.13
建设银行	AAA	5.96
中信银行	AAA	5.74
合计	-	69.86

资料来源：华夏人寿

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。

2015年，华夏人寿个险营销渠道13个月保费继续率为75.02%，25个月保费继续率为90.07%；银保渠道个人业务13个月保费继续率为87.08%，

25 个月保费继续率为92.81%。公司未出现集中、非预期重大退保事件，2015年公司退保率为1.21%，较上年上升0.43个百分点。

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		
	2013年末	2014年末	2015年末
折现率增加 50bp	-1.73	-2.39	-3.65
折现率减少 50bp	2.17	2.76	4.28
死亡率为基准死亡率的 110%	0.43	0.52	0.85
死亡率为基准死亡率的 90%	-0.44	-0.53	-0.87
费用为基准费用的 110%	0.38	0.31	0.28
费用为基准费用的 90%	-0.37	-0.29	-0.27
退保率为基准退保率的 125%	-1.12	-1.65	-3.10
退保率为基准退保率的 75%	1.55	2.25	3.93

资料来源：华夏人寿

总体来看，目前华夏人寿面临的死亡率风险、疾病率等风险有所上升，但仍处于较低水平，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2015年末，华夏人寿资产平均久期2.01年，负债平均久期3.50年，资产负债持有期缺口率为-42.57%，资产久期低于负债久期。公司一年内可变现的金融资产合计862.80亿元，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241.10亿元。

华夏人寿一年内到期的金融负债合计59.97亿元，主要为卖出回购金融资产款、应付分保账款、应付赔付款、应付利息、应付债券及保户储金及投资款，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。

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。2015 年公司受到外部监管检查 89 次，违规两次，其中罚款金额 29 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均保持盈利。目前，公司业务中保障型产品占比较低，内含价值较低，主要依靠投资业务盈利，盈利稳定性较弱，受市场波动影响较大。

2014 年以来，华夏人寿经营保持盈利。2015 年，公司实现净利润 14.63 亿元，较上年增长 3.09 亿元，综合收益总额 2.65 亿元，较上年减少 48.12 亿元。

近年来华夏人寿承保业务扩张较快，首期保单业务成本较大，费差损持续升高；由于公司万能险业务规模较大，传统保障型险种收入规模较小，死差益对利润贡献相对不足，使公司盈利表现较易受投资环境影响；2014 年其他差益大幅升高主要由于当年长期股权投资增值所致。

图表 14. 华夏人寿法定利源分析表（单位：亿元）

	2013 年	2014 年	2015 年
利润总额	-18.59	-2.39	-0.46
死差（损）益	-0.03	0.29	1.32
利差（损）益	3.96	25.30	78.73
费差（损）益	-21.87	-45.68	-84.40
其他差（损）益	-0.65	17.69	3.89

资料来源：华夏人寿 2013-2015 精算报告

根据华夏人寿偿付能力报告，2015 年，公司承保业务收益、投资业务收益和其他业务收益分别为 -68.90 亿元、194.16 亿元和 -120.32 亿元。根据经审计的财务报表，公司 2015 年实现投资业务收益 184.75 亿元，较上年增长 156.40%，实现投资业务收益率为 10.03%，高于同业平均水平，实现综合投资收益率 9.39%，较上年减少 0.60 个百分点。

图表 15. 华夏人寿投资业务收益情况 (单位: 亿元)

项目	2013 年	2014 年	2015 年
投资收益(扣除对联营/合营企业的投资收益)	21.72	72.11	182.06
公允价值变动收益	-0.22	3.66	8.84
汇兑损益	0.00	-0.22	-0.15
活期存款利息收入	0.46	0.69	0.69
卖出回购金融资产利息支出	0.79	1.54	3.96
投资业务收益	0.21	0.75	1.87
可供出售金融资产公允价值变动净额	-9.42	39.22	-11.99
综合投资收益	11.75	113.92	175.50
资金运用规模	632.04	1238.78	2500.73
投资业务收益率	5.10	7.99	10.03
综合投资收益率	2.83	12.18	9.39

资料来源: 华夏人寿经审计的 2013-2015 年财务报告

从成本角度分析, 华夏人寿新单业务以银保渠道趸缴万能险为主, 且首年期缴业务占比偏低, 故公司佣金及手续费率略低于同业, 且随着近年来规模保费的快速增长, 佣金及手续费率有所摊薄, 但由于公司规模保费增速较快, 手续费及佣金支出和业务及管理费支出总额较大, 且呈逐年上升趋势。

图表 16. 华夏人寿业务费用水平 (单位: %)

项目	2013 年	2014 年	2015 年
费用率	4.47	3.85	2.88
佣金和手续费率	3.26	3.97	2.88
其中: 首年期缴佣金和手续费率	12.06	21.23	57.51
首年趸缴佣金和手续费率	3.25	3.65	2.83
续年佣金和手续费率	0.90	5.03	9.96

资料来源: 华夏人寿 2013-2015 年精算数据

总体来看, 2015 年华夏人寿投资业务收益良好, 但可供出售金融资产浮盈低于上年, 使得公司综合收益率略有下降。目前公司承保业务仍处于亏损状态, 理财型产品混业竞争的日趋激烈将使公司万能险产品的利差水平承受较大压力, 公司未来盈利的可持续性仍将持续依赖公司的投资能力。

(六) 资本实力

2015年，华夏人寿获得股东增资30亿元，但受其业务结构及投资资产配置结构影响，公司在偿二代下资本消耗较快，2016年3月末，公司综合偿付能力充足率及核心偿付能力充足率均处于同业较低水平，增资完成后，公司资本实力将得到有效补充。

2015年上半年，华夏人寿获得股东增资30.00亿元，截至2015年末，公司注册资本为153.00亿元，偿付能力溢额69.66亿元，偿付能力充足率为173.83%，偿付能力充足率较年初略有下降，主要由于业务规模快速扩张及其他综合收益波动冲销资本补充所致。2016年3月末，公司偿二代下综合偿付能力充足率为106.58%，核心偿付能力充足率为61.43%，处于行业较低水平。

包头华资实业股份有限公司（600191.SH，以下简称“华资实业”）2016年6月公告的非公开发行股票预案显示，华资实业拟以9.14元/股的价格非公开发行不超过34.7亿股，募集总额不超过316.8亿元资金，用于增资华夏人寿。增资完成后，华资实业将持有华夏人寿不超过51%的股权，华夏人寿将成为华资实业的控股子公司。相关事宜已获的保监会和证监会批准。上述增资完成后，公司的资本实力将大幅提升。

图表 17. 华夏人寿资本实力与偿付能力（单位：亿元，%）

项目	2013 年末	2014 年末	2015 年末
认可资产	654.73	1215.96	2541.81
认可负债	617.18	1140.00	2377.80
实际资本	37.55	75.97	164.01
最低资本	20.82	43.65	94.35
偿付能力溢额	16.73	32.32	69.66
偿付能力充足率	180.39	174.05	173.83

资料来源：华夏人寿经审计的2013-2015年偿付能力报告

与国内大型保险机构相比，华夏人寿在资本实力、投研能力及品牌认知度上仍存在一定差距。公司较大程度需通过万能险等理财型险种扩充保费规模，前期累积的未分配亏损较高，2015年，公司加大了权益类资产配置比重，偿二代下公司资本消耗较快，偿付能力充足率处于较低水平，公司仍将持续依赖外部资本补充以维持其偿付能力充足度。

(七) 结论

跟踪期内，华夏人寿继续调整业务结构，推进保障型产品投连险和健康险业务发展，公司投资业务收益相对较好，综合收益保持盈利。中短期内，公司面临较大的业务调整，盈利受股票市场波动影响较大，投资能力及流动性管理能力承压。此外，公司目前业务结构中，中短存续期产品占比较高，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）公司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）股票市场波动对公司盈利稳定性的影响；（4）公司资本补充进度。

附录一：

主要数据与指标表

项目	2013年	2014年	2015年	2016年3月末
单位：亿元，%				
主要财务数据及指标				
总资产	667.06	1,303.54	2,638.45	3,401.27
股东权益	50.35	139.66	169.25	157.35
未分配利润	-42.21	-31.34	-16.71	-20.91
寿险责任准备金	147.53	155.93	189.40	211.58
保户储金及投资款	364.72	901.79	2,063.82	2,820.58
营业收入	60.62	115.95	275.63	147.73
净利润	-15.87	11.55	14.63	3.45
已赚保费/营业收入	62.82	33.35	28.33	32.94
自留保费增长率	-0.29	0.17	0.83	-0.39
退保率	7.93	7.44	6.61	0.00
赔付率	33.47	38.91	23.61	1.36
投资收益率	5.10	7.99	10.03	0.00
平均资产回报率	-3.54	1.17	0.74	0.11
平均资本回报率	-45.44	12.15	9.47	2.12
偿付能力指标				
实际偿付能力额度	0.38	0.76	1.64	-
最低偿付能力额度	0.21	0.44	0.94	-
偿付能力充足率	180.39	174.05	173.83	-
综合偿付能力充足率	-	-	-	106.58
核心偿付能力充足率	-	-	-	61.43
精算数据与指标				
内含价值	0.68	1.81	2.45	-
一年新业务价值	0.02	0.03	0.07	-
规模保费收入	369.50	704.86	1,577.16	-
新单保费比率	95.28	97.94	98.73	-
首年期缴保费比率	1.34	1.63	1.65	-
佣金和手续费率	3.26	3.97	3.83	-
费用率	4.47	3.85	2.88	-

注 1：上表中各项“财务数据与指标”根据华夏人寿经审计的 2013-2015 年财务数据及未经审计的 2016 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 2013-2015 年偿付能力报告及未经审计的 2016 年一季度偿付能力报告；

注 3：上表中各项“精算数据与指标”根据自华夏人寿 2013-2015 年精算数据整理、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。