

人身险公司信用质量分化明显

中国人身险公司信用质量分布研究

2020 年 11 月 18 日

要点

- 我们对国内 35 家主要人身险公司的研究显示，业内领先保险公司与中小型保险公司的信用质量之间存在显著差异。
- 由于监管机构 2016 年以来对短期投资型产品的限制，人身险公司重新聚焦保障型产品，产品结构改善。监管干预导致近年来保费增速放缓，但有利于行业的长期可持续性发展。
- 虽然新冠疫情带来了经济不确定性，人身险行业的信用展望将保持稳定。疫情的影响主要包括保费收入增长放缓和投资收益波动加剧。尽管如此，我们认为领先寿险公司强劲的资本实力和盈利能力将保障其信用质量维持稳定。

目录

概述	2
行业风险	5
竞争地位	8
业务风险	10
资本与盈利性	11
风险状况	15
财务灵活性	19
财务风险	21
评级基准	22
个体信用状况	23
外部支持	26
阅读须知	29

分析师

李迎, CFA, FRM

北京

+86-10-6516-6061

Ying.Li@spgchinaratings.cn

栾小琛, CFA, FRM

北京

+86-010-6516-6069

Collins.Luan@spgchinaratings.cn

李征

北京

+86-10-6516-6067

Zheng.Li@spgchinaratings.cn

崔聪

北京

+86-10-6516-6068

Cong.Cui@spgchinaratings.cn

邹雪飞, CPA

北京

+86-10-6516-6070

Eric.Zou@spgchinaratings.cn

陈龙泰

北京

+86-10-6516-6065

Longtai.Chen@spgchinaratings.cn

王逸夫, CFA, CPA

北京

+86-10-6516-60676064

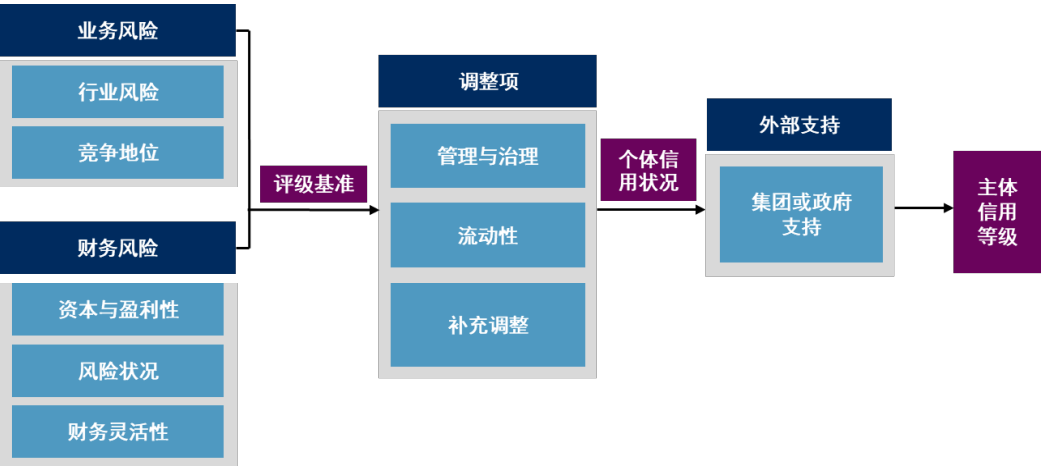
Yifu.Wang@spgchinaratings.cn

概述

本次案头分析基于标普信用评级（中国）保险机构评级方法论。根据我们的保险评级方法，我们通常以机构的评级基准为基础，再用管理与治理、流动性、补充调整等因素做进一步的调整，得到个体信用状况。我们通常通过评估机构的业务风险和财务风险来确定保险公司的评级基准。最后，我们根据个体信用状况和我们对潜在集团或政府支持的评估，确定主体信用等级。在本次案头分析中，我们研究了 35 家人身险公司（包括寿险公司、健康保险公司、养老保险公司等），占 2019 年人身险行业保费收入的 90%左右。

图1

标普信评保险方法框架



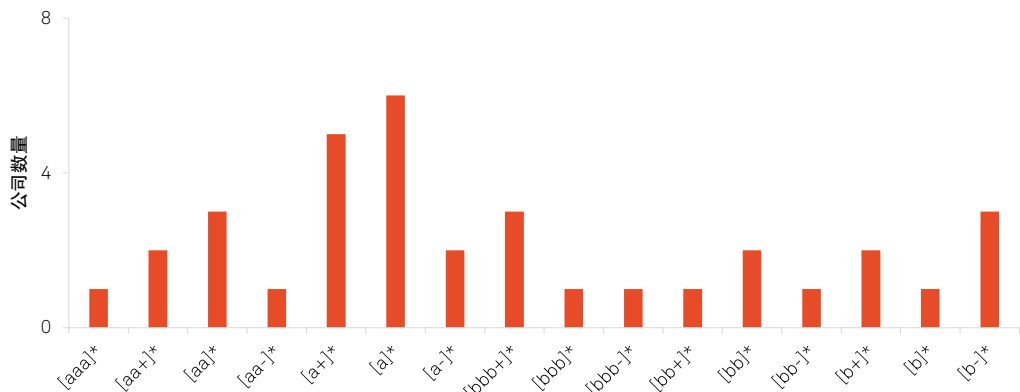
我们基于保险公司的个体信用状况以及集团/政府支持来决定其主体信用等级。

资料来源：标普信评。
版权©2020 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

我们对这 35 家主要人身险公司的研究显示，业内领先保险公司与中小型保险公司在信用质量方面存在巨大差异。领先的人身险公司通常享有稳定的市场份额和良好的盈利水平。健康的行业财务数据可能掩盖了部分中小型保险公司所面临的困难。大型保险公司通常享有显著的规模经济效应，而部分中小保险公司则难以实现足够的规模。我们认为，2017 年以来趋严的监管对很多中小型保险公司的影响更大，使其在很大程度上失去了通过投资型产品拓展业务的可能。另外，个别中小型人身险公司在监管合规和公司治理方面存在问题，导致监管干预。

图2

国内 35 家主要人身险公司潜在个体信用质量分布



业内领先的人身险公司与中小型公司之间存在巨大的个体信用状况差异。

注 1：潜在个体信用质量评估未考虑危机情况下可能获得的集团或者政府支持。

注 2*：本报告中所呈现的潜在信用质量分布是我们根据公开信息，通过案头分析所得出对于信用质量的初步观点。标普信评未与大部分机构进行访谈或其他任何形式的互动沟通，也未通过标普信评的信用评级流程例如信用评审委员会加以审核与处理本报告所呈现的潜在信用质量分布（我们发布了公开评级结果的机构除外）。本报告中表达的观点不可也不应被表述为信用评级，也不应被视为任何机构的最终评级结果的表示。

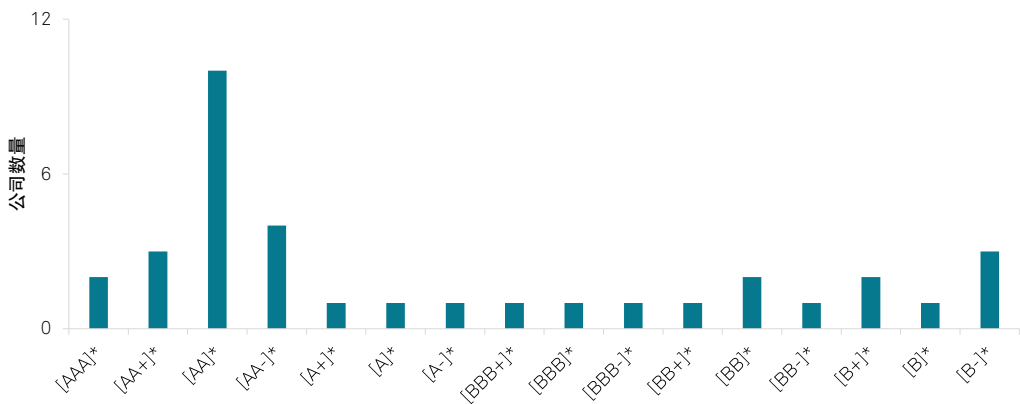
资料来源：标普信评。

版权©2020 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

政府/集团支持是我们对人身险公司进行信用分析的重要组成部分。由于外部支持，我们测试的人身险公司中约有一半的潜在主体信用质量高于潜在个体信用质量。

图3

中国 35 家主要人身险公司潜在主体信用质量分布



政府/集团支持是我们对人身险公司进行信用分析的重要组成部分。

注 1：潜在主体信用质量评估考虑了危机情况下获得政府或集团支持的可能性。

注 2*：本报告中所呈现的潜在信用质量分布是我们根据公开信息，通过案头分析所得出对于信用质量的初步观点。标普信评未与大部分机构进行访谈或其他任何形式的互动沟通，也未通过标普信评的信用评级流程例如信用评审委员会加以审核与处理本报告所呈现的潜在信用质量分布（我们发布了公开评级结果的机构除外）。本报告中表达的观点不可也不应被表述为信用评级，也不应被视为任何机构的最终评级结果的表示。

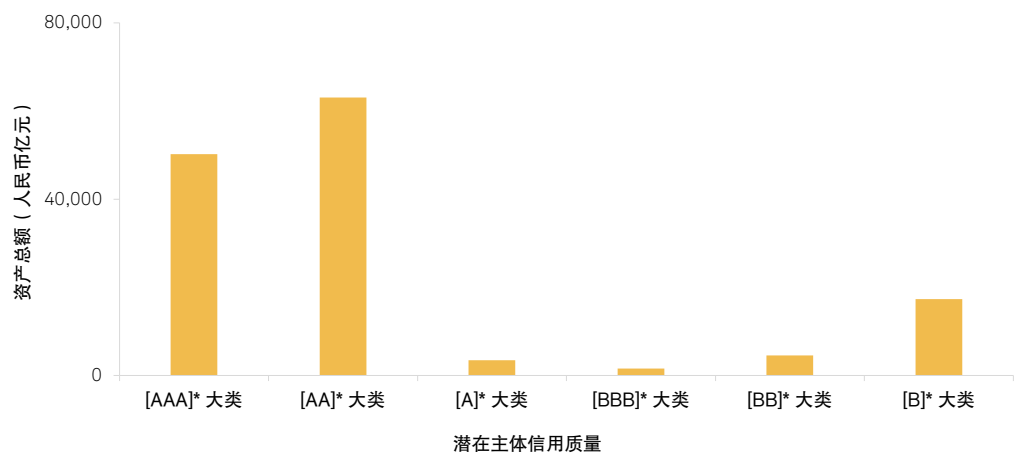
资料来源：标普信评。

版权©2020 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

在我们的案头分析中，[B_{spc}]大类人身险公司截至 2019 年末资产规模达 1.7 万亿元，但是这些公司的金融负债规模仅为 593 亿元，存续债券规模仅为 275 亿元。我们认为，人身险公司的低财务杠杆水平可显著缓解个别低信用质量人身险公司可能对资本市场造成的重大信用风险冲击。

图4

35 家主要人身险公司以资产规模计的潜在主体信用质量分布



大型人身险公司良好的信用质量确保了行业总体稳健的信用状况。

注 1：潜在主体信用质量评估考虑了危机情况下获得政府或集团支持的可能性。

注 2*：本报告中所呈现的潜在信用质量分布是我们根据公开信息，通过案头分析所得出对于信用质量的初步观点。标普信评未与大部分机构进行访谈或其他任何形式的互动沟通，也未通过标普信评的信用评级流程例如信用评审委员会加以审核与处理本报告所呈现的潜在信用质量分布（我们发布了公开评级结果的机构除外）。本报告中表达的观点不可也不应被表述为信用评级，也不应被视为任何机构的最终评级结果的表示。

注 3：除 AAA 外，表中所有的潜在主体信用质量大类可用“+”和“-”进行微调。

资料来源：标普信评。

版权©2020 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

我们预计，面对新冠疫情带来的经济不确定性，人身险行业的信用展望将保持总体稳定。疫情的影响主要包括保费总额增长放缓和投资收益波动加剧两方面。尽管如此，我们认为业内领先人身险公司强劲的资本实力和盈利能力将保障其信用质量保持稳定。

表1

未来 12 个月主要人身险公司信用展望

因素	展望	主要观点
业务风险	稳定	在监管努力下，国内人身险公司已告别以投资型产品拉动业务量激增的时代，我们预计未来人身险保费增长速度将保持总体稳定。 新冠疫情导致了保费增长放缓。由于疫情，上半年代理和银行保险渠道与客户面对面接触的机会减少，不利于拓展新业务。国内截至目前对疫情的有效控制有利于人身险公司未来 12 个月的业务发展。
财务风险	稳定	宏观经济环境仍充满挑战，尤其是低利率环境和资本市场波动，将对人身险公司的盈利和资产质量带来压力，但大多数人身险公司都有足够的资本缓冲和财务灵活性，可保持健康的财务风险状况。
流动性	稳定	中国人身险公司的杠杆保持低位，利息支付压力较小。
个体信用质量	稳定	对保险公司的严格监管有助于保持保险公司的总体信用质量稳定。
外部支持	稳定	我们认为，政府将保持对业内领先人身险公司的支持。政府对严重违规的中小型人身险公司的干预有利于该行业信用状况维持稳定。 我们预计大多数银行和保险集团的信用状况将在疫情下保持稳定，因此其对人身险子公司的支持能力将保持稳定。
主体信用质量	稳定	基于强大的展业网络、健康的资本水平和稳定的政府支持，大型人身险公司将保持稳定的信用质量。

面对保费增速放缓压力和投资收益波动，中小型人身险公司困难更多。

资料来源：标普信评。
版权©2020 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

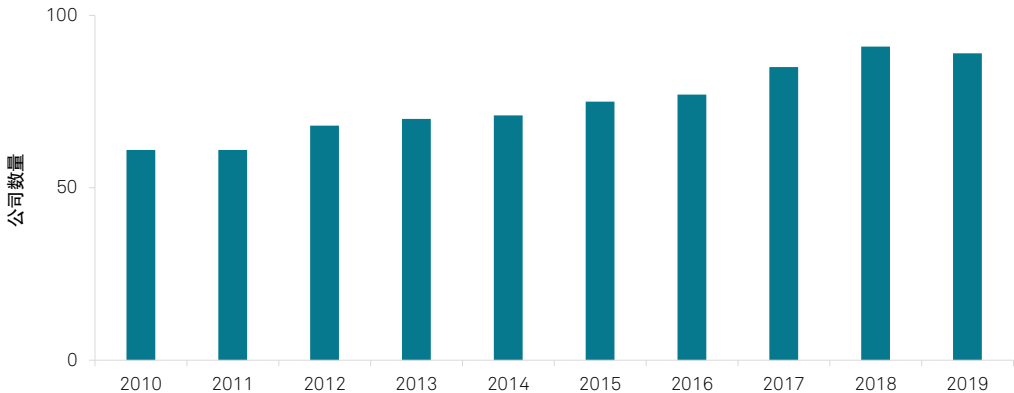
行业风险

就总保费而言，中国是仅次于美国的世界第二大保险市场，其中人身险部门占据主导地位。2019 年，国内人身险实现保费收入约 3 万亿元，占保险业总保费的 69%。截至 2019 年末，国内共有 89 家人身险公司，总资产约 18.7 万亿元。我们认为，在可预见的未来，人身险公司的数量将保持相对稳定。

政府和监管机构近年来致力于为外国保险公司营造公平的竞争环境，放宽了对外国投资者在中国设立人身险公司的限制。我们认为，这种监管变化短期内不会对人身险市场竞争格局产生重大影响，因为拓展分销渠道需要较长时间，中资保险公司的展业优势短期之内不会削弱。

图5

国内人身险公司数量



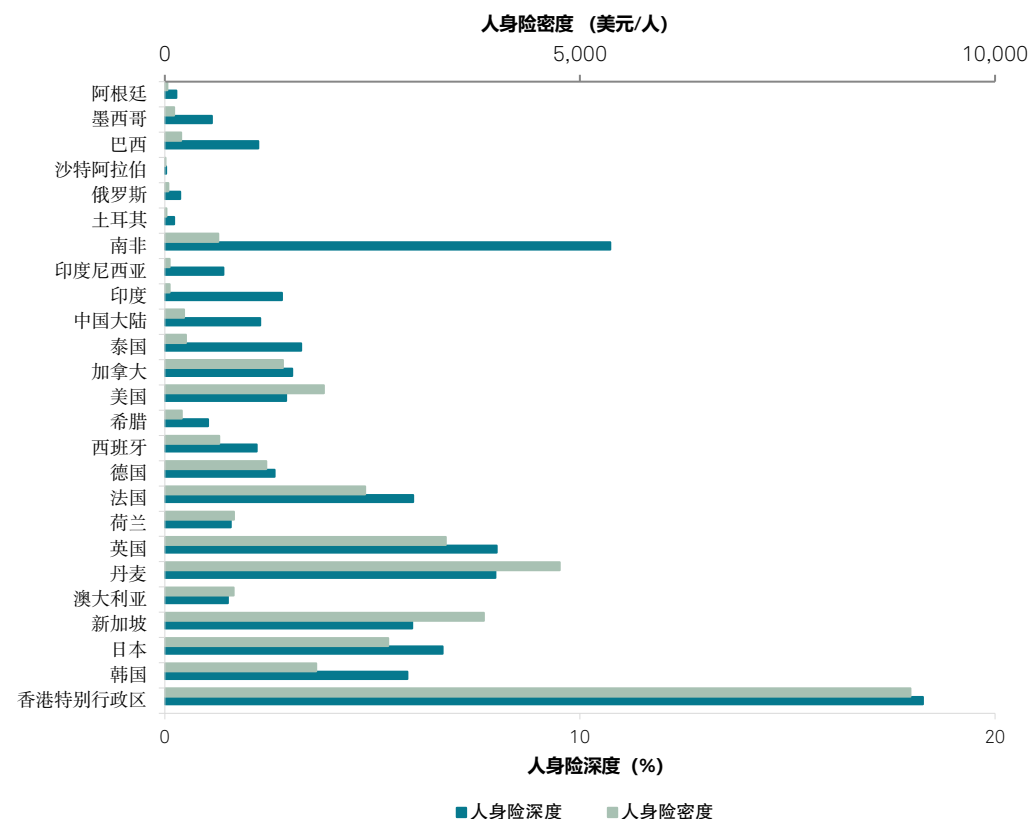
截至 2019 年末，国内共有 89 家人身险公司，我们认为该数字在可预见的未来将保持相对稳定。

资料来源：银保监会，经标普信评收集及整理。
版权©2020 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

随着国内民众日益富裕，民众风险意识增强，城市化持续推进，我们认为人身险需求将保持强劲。人身险的增长潜力体现在了保险深度和密度上。保险深度反映了保险行业在整个国民经济中的地位，用保费/GDP 的百分比来衡量。保险密度考虑保险行业在一国人口基数中的重要性，用保费/人口来衡量。一般情况下，保险深度和密度越高，就意味着当地保险业越发达。与发达国家和地区相比，国内在保险深度和密度方面仍有很大的增长空间。

图6

2019 年部分国家和地区保险深度和密度估计



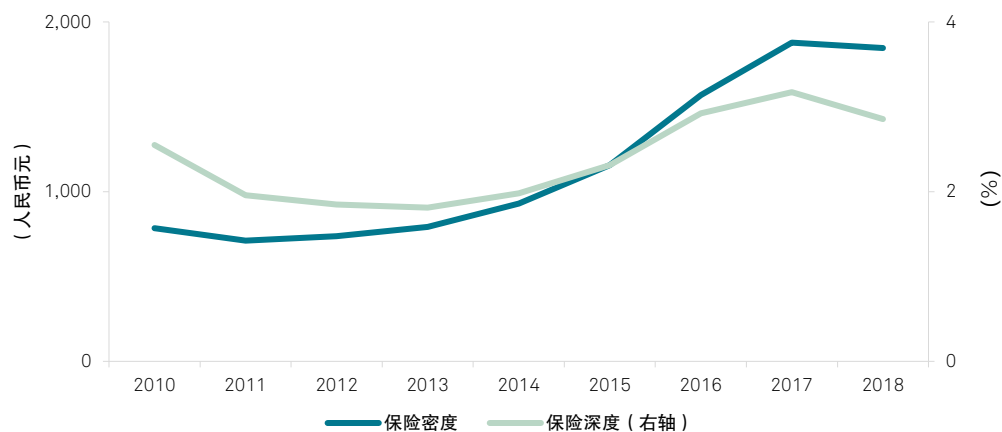
从保险深度和密度来看，国内人身保险业与发达国家和地区相比仍有很大的发展空间。

资料来源：瑞再研究所(<https://www.swissre.com/institute/research/sigma-research/sigma-2020-04.html>)，经标普信评收集及整理。

版权©2020 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

图7

国内人身险保险深度及密度变化



随着国内民众日益富裕，公众风险意识增强，城市化持续推进，我们认为人身险需求将保持强劲。

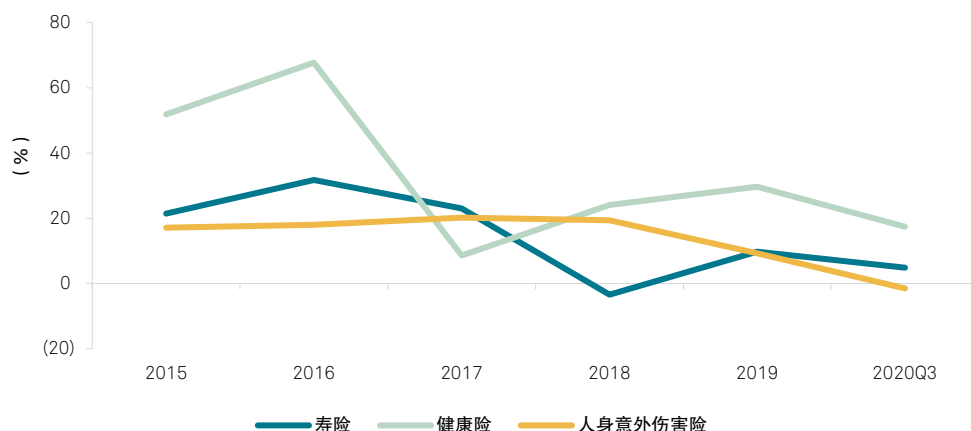
资料来源：Wind，经标普信评收集及整理。

版权©2020 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

监管机构自 2016 年以来发布了一系列监管规范，确保人身险公司重新将重点放在保障型产品上，避免投资型产品带来的风险累积。我们认为，这一监管举措减缓了短期保费增长，但对该行业的长期可持续性具有积极意义。

图8

人身险保费年增速



由于投资型产品减少，人身险公司保费收入近年来增长趋缓。

资料来源：银保监会，经标普信评收集及整理。

版权©2020 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

我们认为，监管机构力推保障型产品有助于巩固业内领先保险公司的市场地位，这些公司拥有强大的分销渠道和竞争力强的保障型产品。与此同时，中小型保险公司的增长则已明显放缓。在监管限制之前，这些公司曾专注于出售短期投资类产品。这也是近年来保险公司信用质量分化的重要因素之一。

分销渠道方面，部分人身险公司在培养直接客户忠诚度上存在困难。根据中国人民银行披露的数据，2018 年人身险公司的直销保费收入仅占其总保费收入的 8%，约 90% 的保费来自个人代理或银邮渠道等。部分中小型人身险公司往往高度依赖银行保险渠道，而该渠道在销售投资型产品方面更为有效，但在保障型产品方面效果稍逊。银行保险渠道贡献了 2018 年总保费的 31%，同比下降 10 个百分点，我们认为下降的主要原因在于监管部门对投资型产品的限制。

国内人身险行业的资产负债期限错配较大，负债偏长期，投资则偏短期。主要原因是国内资本市场缺乏长期投资资产。我们认为，随着中国资本市场变得更加成熟、出现更多长期投资机会，该错配将有望逐渐缩小。

2019 年，人身险业实现净利润约 2,300 亿元人民币，行业净资产回报率约为 16%。虽然行业总体盈利水平良好，但不同公司之间存在巨大的盈利差距。我们认为，该盈利差距主要是由于不同的经营模式所致。

疫情导致短期保费增长放缓。今年前三季度，人身险公司保费总额为 2.6 万亿元，同比增长 7%，该增长率同比下降 6 个百分点。截至 2020 年 9 月末，人身险行业资产总额增长至 19.1 万亿元，比 2019 年末增长 12.6%。随着中国经济稳步复苏，疫情控制有效，我们认为人身保险业面临的疫情负面压力可控。

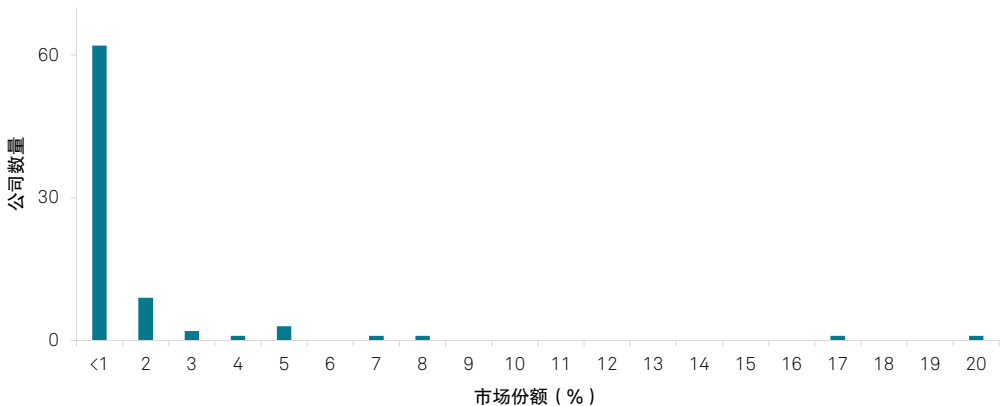
我们认为中国人身险行业的行业风险为中等。根据我们的方法论，行业风险通常按 6 分制打分，其中“1 分”表示风险最低，“6 分”表示风险最高。目前我们认为人身保险行业的得分为“3 分”，一方面反映了该行业良好的增长潜力、对保障型产品的重视、监管的加强，另一方面也反映了其在发展自营分销渠道上的困难、投资组合收益的不确定性以及资产负债错配的问题。

竞争地位

我们认为，人身险公司的市场份额是衡量其竞争地位的最重要指标之一。除了保费的绝对规模外，我们也会考虑品牌实力、保费收入的稳定性、对分销渠道的控制力、产品风险和产品多样化等因素。

国内人身险市场高度两极化。按总保费计算，2019 年前五大人身险公司市场份额为 53%。监管重新聚焦保障型产品的举措扩大了保险公司之间的保费增长差异。部分中小型人身险公司开发有吸引力的保障型产品存在一定难度，降低对投资型产品的过度依赖后保费收入增速承压。

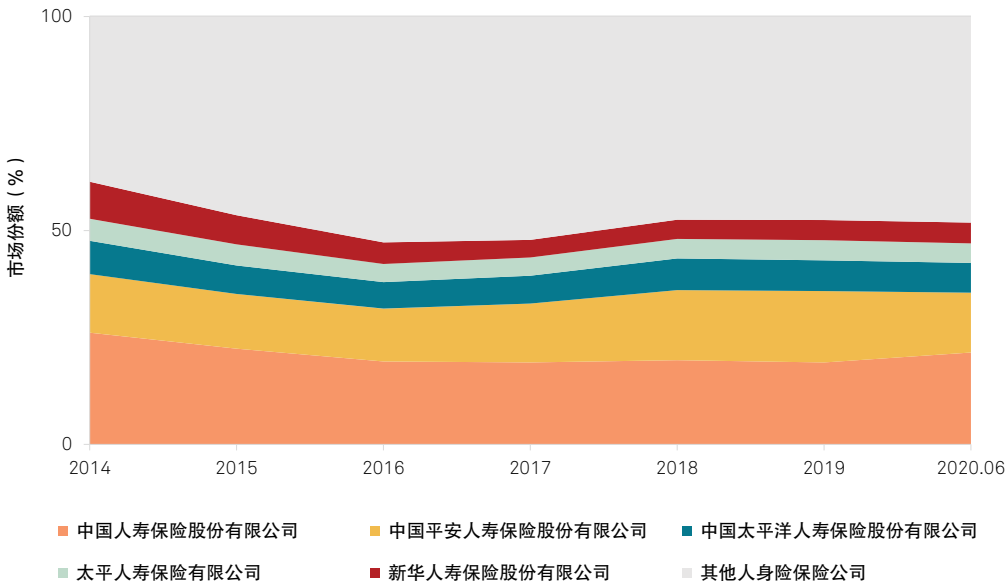
图9
2019 年人身险公司保费市场份额分布



国内人身险行业有少数大型保险公司和众多中小型保险公司。

资料来源：银保监会，保险公司公开信息，经标普信评收集及整理。
版权©2020 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

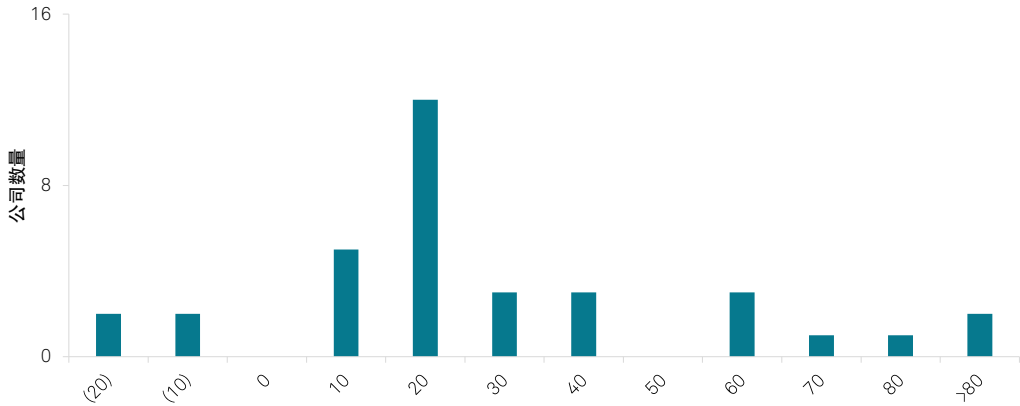
图10
人身险公司保费收入市场份额



在监管对投资型保险产品进行限制后，中小型人身险公司的市场份额略有下降。

资料来源：银保监会，保险公司公开信息，经标普信评收集及整理。
版权©2020 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

图11
2019 年主要人身险公司保费年增长率分布



不同人身险公司的保费增速存在巨大差距。

资料来源：保险公司公开信息，经标普信评收集及整理。
版权©2020 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

除了市场份额外，对分销渠道的控制也是竞争地位分析中的另一个重要因素，因为它直接关系到保费收入的稳定性和整体盈利能力。

竞争地位分析的另一个重要方面是产品风险。一般来说，我们认为传统保障型产品比投资型产品的风险更低。由于投资型产品可能附带投资收益保证，因此可能会给保险公司造成重大市场风险敞口。我们认为，由于监管机构对投资产品的限制，近年来整个行业的产品风险已显著降低。我们测试的大多数保险公司当前专注于保障型产品。

我们对保险公司竞争地位的打分为六档，“1 分”表示竞争地位最强，“6 分”表示最弱。

表2

保险公司潜在竞争地位打分情况概述

分数	典型特征
1 分	公司竞争优势很强，能够很好地应对不利经营环境，无重大竞争劣势，业务多样性很强。
2 分	公司竞争优势强，能够较好地应对不利经营环境，很少有重大竞争劣势，业务多样性强。
3 分	公司的竞争优势超过劣势，面对不利经营环境时具备一定的韧性。
4 分	公司的竞争优劣势平衡，面对不利经营环境时存在一定的脆弱性。
5 分	公司的竞争劣势一定程度上超过优势，面对不利的经营环境时较脆弱。
6 分	公司的竞争劣势超过优势，面对不利经营环境时非常脆弱。

资料来源：标普信评。
版权©2020 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

业务风险

我们通常将行业风险和竞争地位的打分结合，得出保险公司的业务风险状况打分。业务风险打分有六个等级，其中“1 分”表示业务风险最低，“6 分”表示业务风险最高。下面的矩阵展示了我们将行业风险和竞争地位结合起来以得到业务风险打分的一般方法。根据表 3，当行业风险为“3 分”时，人身险公司的业务风险打分通常由其竞争地位决定。

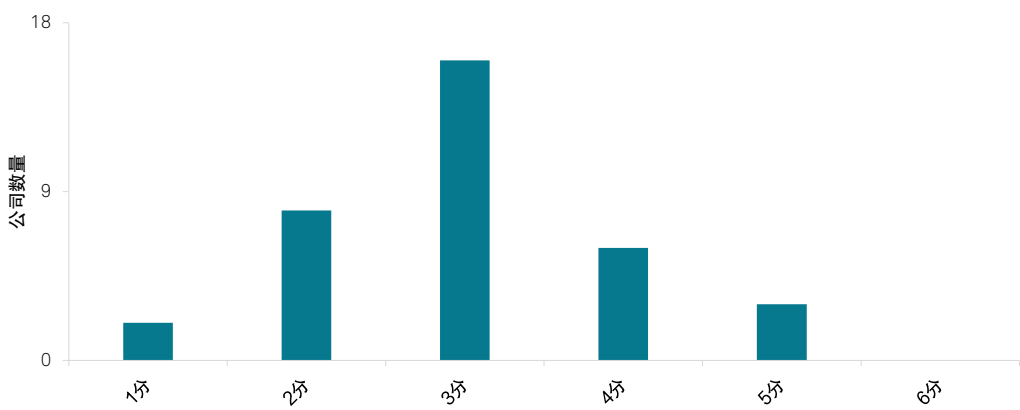
表3

竞争地位打分	行业风险打分					
	1 分	2 分	3 分	4 分	5 分	6 分
1 分	1	1	1	2	3	5
2 分	1	2	2	3	4	5
3 分	2	3	3	3	4	6
4 分	3	4	4	4	5	6
5 分	4	5	5	5	5	6
6 分	5	6	6	6	6	6

资料来源：标普信评。
版权©2020 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

图12

35 家主要人身险公司潜在业务风险打分情况分布



市场份额是分析人身险公司业务风险时考虑的最重要因素之一。

注 1：在本次研究中，我们按 6 档对潜在业务风险状况进行了打分。1 分代表最强的业务风险状况，6 分代表最弱。

注 2：本报告中所呈现的潜在打分分布是我们根据公开信息，通过案头分析所得出对于信用质量的初步观点。标普信评未与大部分机构进行访谈或其他任何形式的互动沟通，也未通过标普信评的信用评级流程例如信用评审委员会加以审核与处理本报告所呈现的潜在打分分布（我们发布了公开评级结果的机构除外）。本报告中呈现的打分结果不可也不应被表述为信用评级的一部分。

资料来源：标普信评。
版权©2020 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

表4

35 家主要人身险公司 2019 年部分关键业务指标中位数

潜在业务风险 打分	截至年末总资产 (亿元)	2019 年总保费 (亿元)	人身险保费市场份额 (%)	总资产回报率 (%)
--------------	-------------------	---------------------	--------------------	-----------------

1 分	31,518	5,305	18	2
2 分	5,433	981	4.0	1
3 分	553	144	0.5	0.5
4 分	1,943	538	2	0.1
5 分	796	33	0.1	(0.03)

注：本报告中所呈现的潜在打分分布是我们根据公开信息，通过案头分析所得出对于信用质量的初步观点。标普信评未与大部分机构进行访谈或其他任何形式的互动沟通，也未通过标普信评的信用评级流程例如信用评审委员会加以审核与处理本报告所呈现的潜在打分分布（我们发布了公开评级结果的机构除外）。本报告中呈现的打分结果不可也不应被表述为信用评级的一部分。

资料来源：保险公司公开信息，经标普信评收集及整理。
版权©2020 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

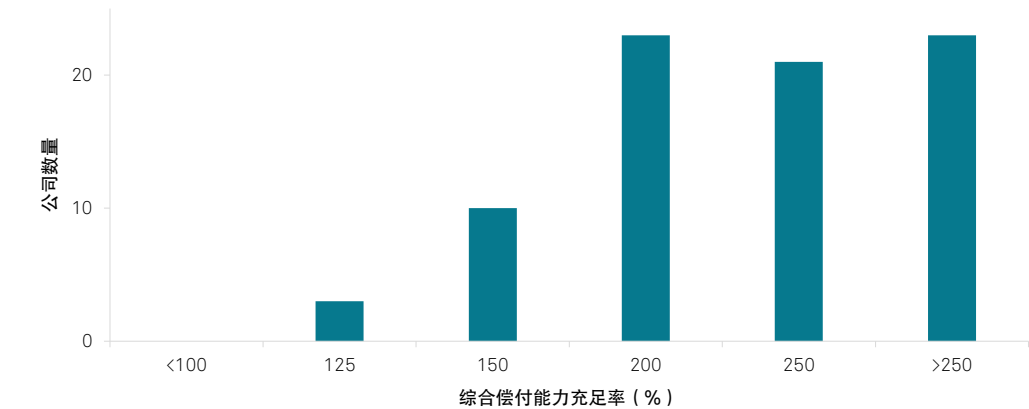
资本与盈利性

我们对人身险公司财务风险的评估主要分为资本与盈利性、风险状况和财务灵活性三个方面。

在资本与盈利性分析部分，我们通常通过对保险公司资本充足状况的前瞻性考虑来分析其损失吸收能力。我们的资本分析主要基于我们对保险公司未来两年监管偿付能力充足率的预期。在评估过程中，我们可能会同时考虑核心偿付能力充足率和综合偿付能力充足率。考虑到前者主要包括了高质量的核心资本，我们通常使用核心偿付能力充足率作为主要指标。

国内人身险行业具有健康的监管偿付能力充足率。截至 2020 年二季度末，人身险行业综合偿付能力充足率和核心偿付能力充足率分别为 236.4%和 226.6%。综合偿付能力充足率远高于 100%的最低监管要求。充足的资本为抵御经济不确定性可能带来的资产质量风险和收益波动提供了有力的缓冲。

图13
2019 年末人身险公司监管综合偿付能力充足率分布



人身险行业的监管综合偿付能力充足率远高于监管最低要求 100%。

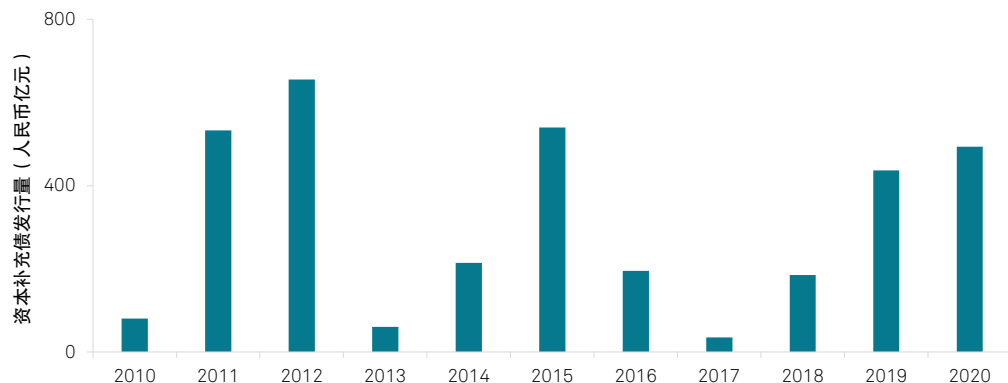
资料来源：Wind，经标普信评收集及整理。
版权©2020 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

与国内银行发行的资本补充债相比，人身险公司在国内市场发行的资本补充债的债性成分多于股性成分。为了在必要时达到吸收损失的目的，银行发行的无固定期限资本债券通常有三项主要条款，包括（1）次顺位条款，（2）本金减记/普通股转换条款和（3）息票取消条款；银行发行的二级资本债券一般有两项主要条款：（1）次顺位条款和（2）本金减记/普通股转换条款。相比之下，人身险公司

在国内市场发行的资本补充债通常只有次顺位条款，导致其吸收损失的用途更加有限，对债券持有人更加有利。

图14

国内人身险公司境内资本补充债发行情况



近年来人身险行业资本补充债发行量保持稳定。

注：2020 年数据截至 2020 年 10 月 23 日。

资料来源：Wind，经标普信评收集及整理。

版权©2020 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

作为对资本实力的补充分析，我们也分析保险公司的盈利能力，以评估其内部资本生成能力。我们通常评估保险公司的总资产回报率和净资产回报率，并考虑其收益的稳定性。

我们认为，从投资型产品向保障型产品的转变能够提高收益的稳定性和质量。投资型产品通常通过利差产生利润，内含较高的市场风险。相比之下，保障型产品使保险公司能够赚取保险附加值。此外，长期保障型产品还可以为保险公司产生经常性现金流。

投资收益是人身险公司利润的重要来源之一。疫情环境下低利率导致人身险公司以较低的收益率对到期资产进行再投资，可能增加其对高风险资产的偏好，以寻求更高的收益率。

图15

保险行业投资收益率



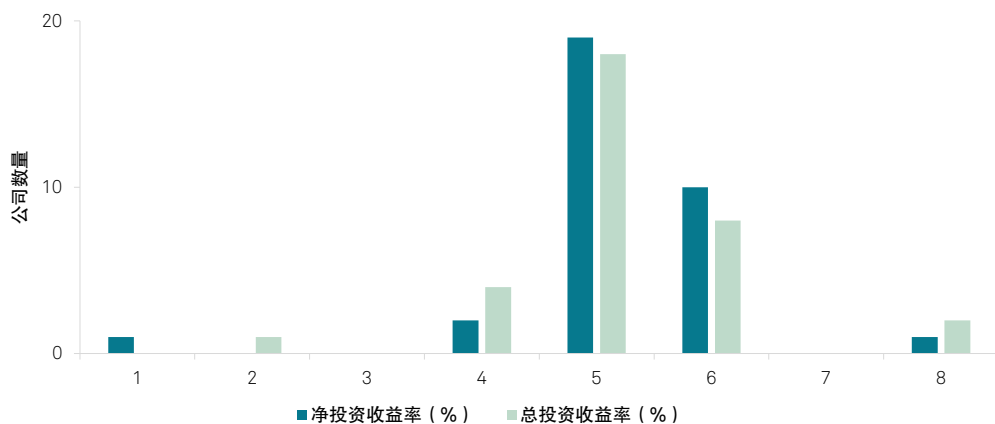
近年国内保险业的投资收益波动较大，且与股市波动的相关性高。

资料来源：银保监会，证券时报网，Wind，经标普信评收集及整理。

版权©2020 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

图16

2019 年主要人身险公司净投资收益率和总投资收益率分布



过高的投资收益率可能反映投资组合风险较高，因此可能被认为是负面因素。

注：净投资收益率不包括公允价值变动损益，总投资收益率包括公允价值变动损益。

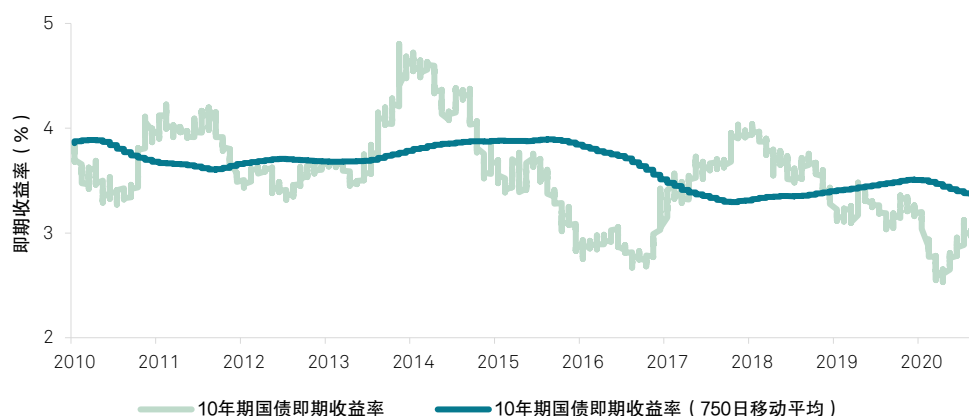
资料来源：保险公司公开信息，经标普信评收集及整理。

版权©2020 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

除投资收益外，人身险公司的盈利情况还对其用于精算的折现率敏感。2018 年和 2019 年，由于用于准备金计提折现率(10 年期国债 750 日移动平均数)上升，成本降低，利润增加。2020 年上半年，由于折现率降低，准备金增加，对人身险公司盈利性有一定负面影响。

图17

10 年期国债收益率 750 天移动平均值



人身险公司的盈利对其精算所使用的折现率敏感。

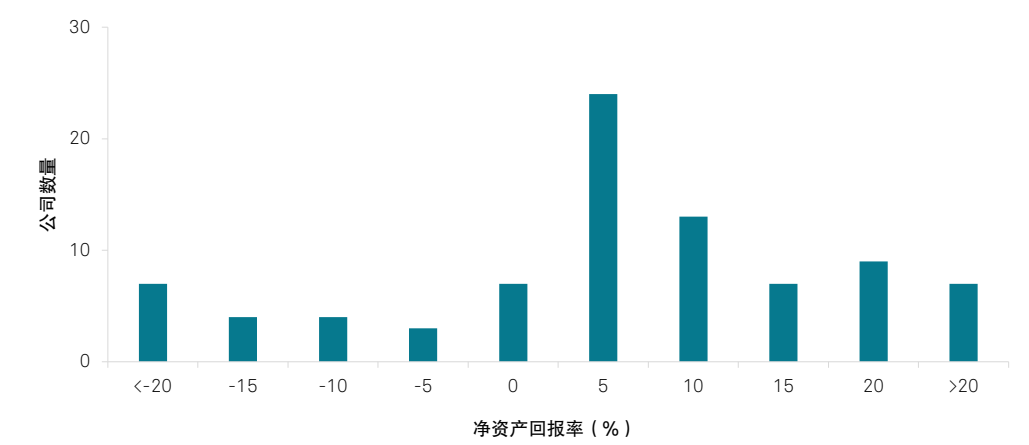
资料来源：Wind，经标普信评收集及整理。

版权©2020 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

人身险公司盈利情况存在较大差异。大型人身险公司往往利润高，而小型的利润则远低于此，部分小型人身险公司甚至亏损。据中国人民银行统计，2019 年约有 32% 人身险公司亏损，较 2018 年同比下降约 9 个百分点。2019 年，前十大人身险公司约占该行业净利润总额的约 95%。

图18

2019 年人身险公司净资产回报率分布



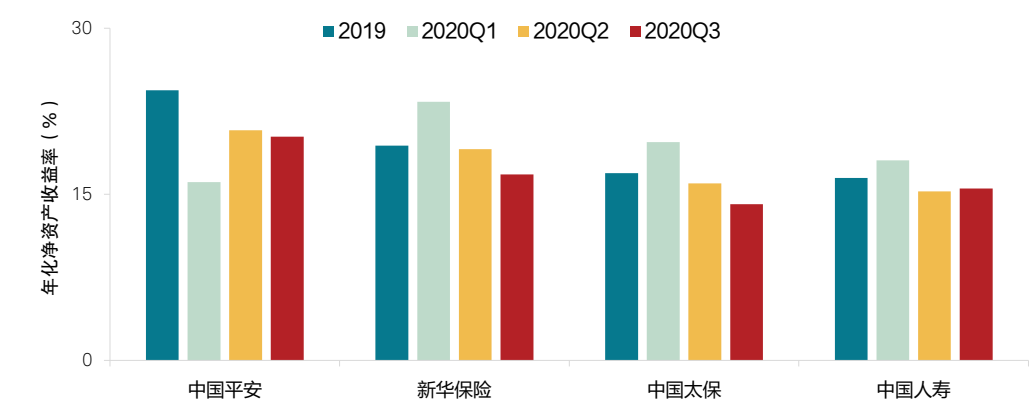
由于经营规模和投资表现的不同，不同人身险公司的盈利存在巨大差距。

资料来源：Wind，经标普信评收集及整理。
版权©2020 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

目前为止，疫情对大型上市人身险公司的盈利压力较温和。我们认为，由于资本市场的低利率和更高的市场波动性，人身险公司盈利在未来将继续承压。

图19

部分大型人身险公司年化净资产回报率



截至目前，新冠疫情对于部分大型上市人身险公司造成的盈利压力可控。

资料来源：保险公司公开信息，经标普信评收集及整理。
版权©2020 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

我们的资本与盈利性的打分是从“1 分”到“6 分”，其中“1 分”表示资本与盈利实力最强，“6 分”表示最弱。

表5

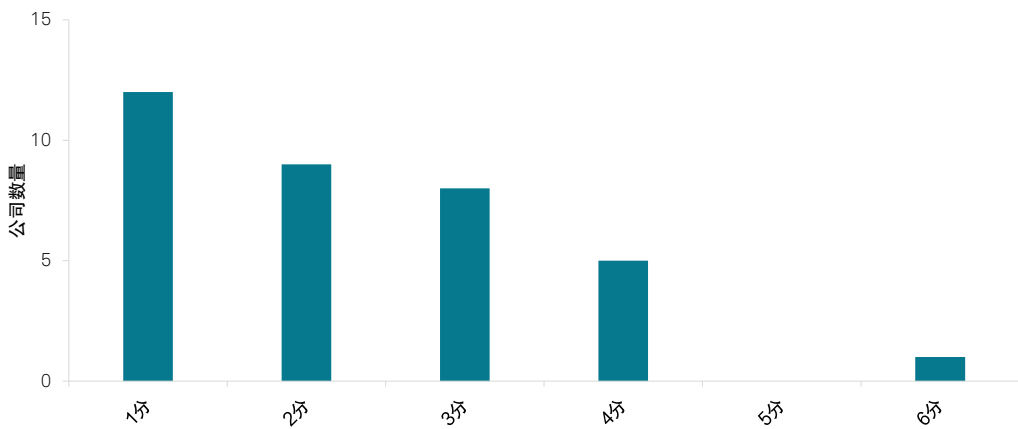
资本与盈利性打分

分数	典型特征
1 分	预计资本与盈利性远优于行业平均水平。
2 分	预计资本与盈利性优于行业平均水平。

3 分	预计资本与盈利性与行业平均水平一致。
4 分	预计资本与盈利性略低于行业平均水平。
5 分	预计资本与盈利性低于行业平均水平，但我们认为大概率可以继续满足监管最低资本要求。
6 分	存在不能满足监管最低资本要求的重大风险。

资料来源：标普信评。
版权©2020 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

图20
35 家主要人身险公司潜在资本与盈利性状况打分情况分布



我们的资本与盈利性分析主要基于我们对保险公司未来两年监管偿付能力充足率的预期。

注 1：在本次研究中，我们按 6 档对人身险公司的资本与盈利性状况进行打分。1 分代表最强的资本与盈利实力，6 分代表最弱。
注 2：本报告中所呈现的潜在打分分布是我们根据公开信息，通过案头分析所得出对于信用质量的初步观点。标普信评未与大部分机构进行访谈或其他任何形式的互动沟通，也未通过标普信评的信用评级流程例如信用评审委员会加以审核与处理本报告所呈现的潜在打分分布（我们发布了公开评级结果的机构除外）。本报告中呈现的打分结果不可也不应被表述为信用评级的一部分。
资料来源：标普信评。
版权©2020 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

风险状况

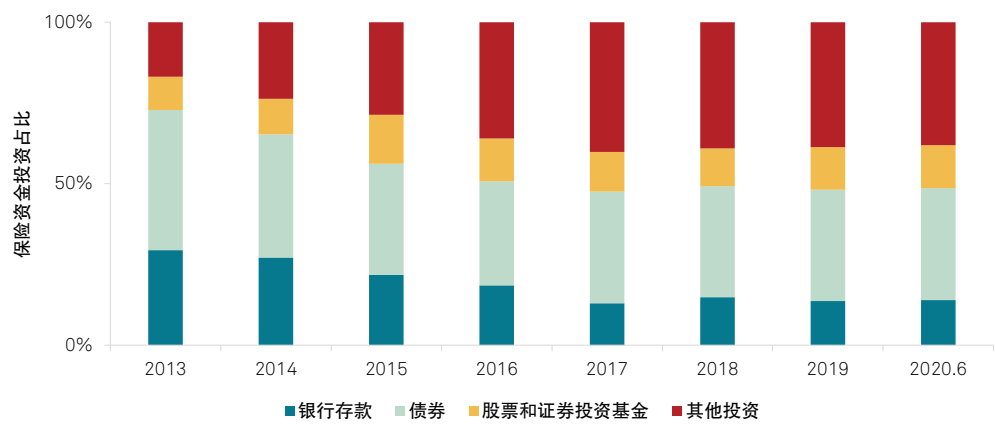
我们对风险状况的分析通常考虑了资本与盈利性分析中未能包含的重大风险，以及资本和盈利性部分已有考虑的，但可能使保险公司资本产生波动的特定风险。风险状况的分析通常包括风险管理、投资组合质量和杠杆率、风险集中度等因素。

当我们评估保险公司的风险状况时，银保监会对保险公司的风险综合评级通常是需要考虑的重要因素之一。根据银保监会的风险评估，大多数人身险公司都有较好的风险管理，但仍有少数机构风险较高。截至 2020 年 3 月末，在银保监会定期审查的 178 家保险公司中，A、B 类保险公司分别为 102 家和 72 家，C 类保险公司 3 家，D 类保险公司 1 家（A 类最好，D 类最差）。

投资风险是风险状况评估的另一个重要考虑因素，因为它决定了保险公司的资产质量。在目前的低利率环境下，我们认为保险公司可能会增加对高风险资产（如另类投资产品）的敞口，以获得良好的投资回报。人身险公司的投资风格存在一定差异，导致不同公司之间市场风险和信用风险敞口也存在差异。

图21

保险业平均投资组合结构

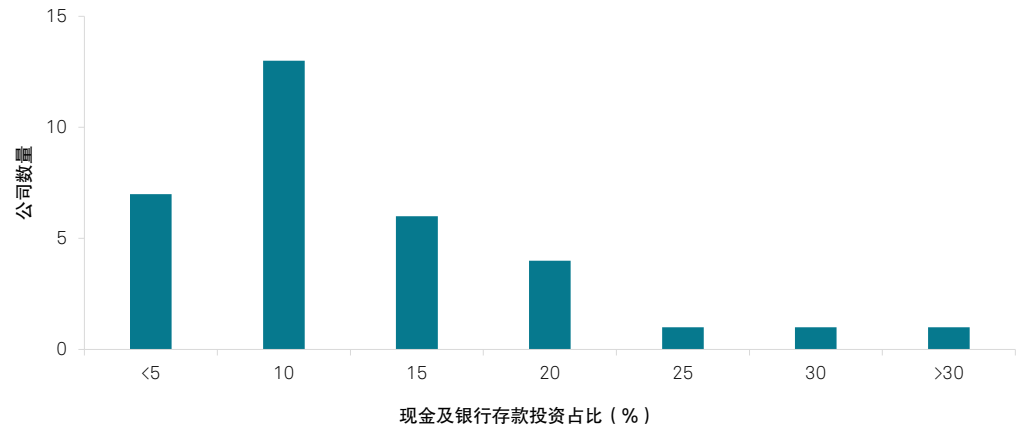


保险公司在 2017 年增加了另类投资敞口。

资料来源：银保监会，经标普信评收集及整理。
版权©2020 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

图22

2019 年末主要人身险公司现金及存款占总投资组合比例分布



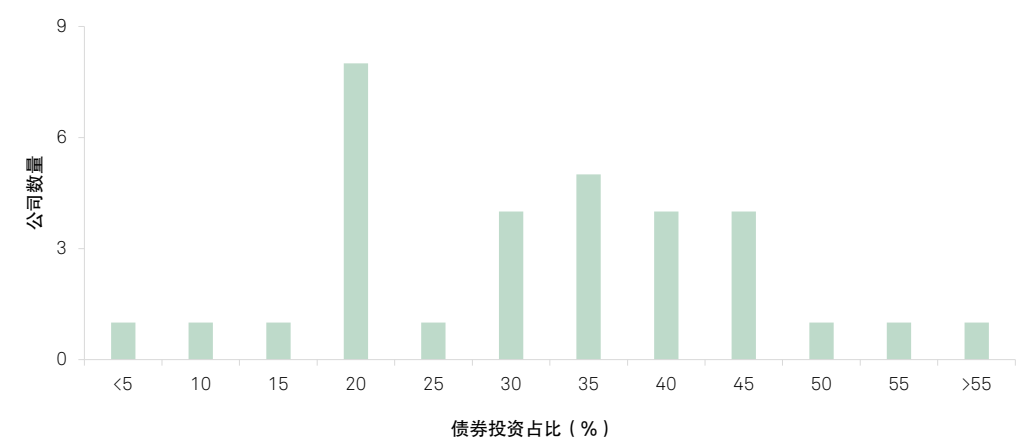
人身险公司现金及存款占总投资组合的比例在 2%-40%之间。

资料来源：保险公司公开信息，经标普信评收集及整理。
版权©2020 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

由于疫情加剧了资本市场的波动，同时经济增长的不确定性加剧，我们预计保险公司的投资回报将出现更大的波动。人身险公司的投资收益对股票和债券市场的表现高度敏感。

图23

2019 年末主要人身险公司债券占总投资组合比例分布

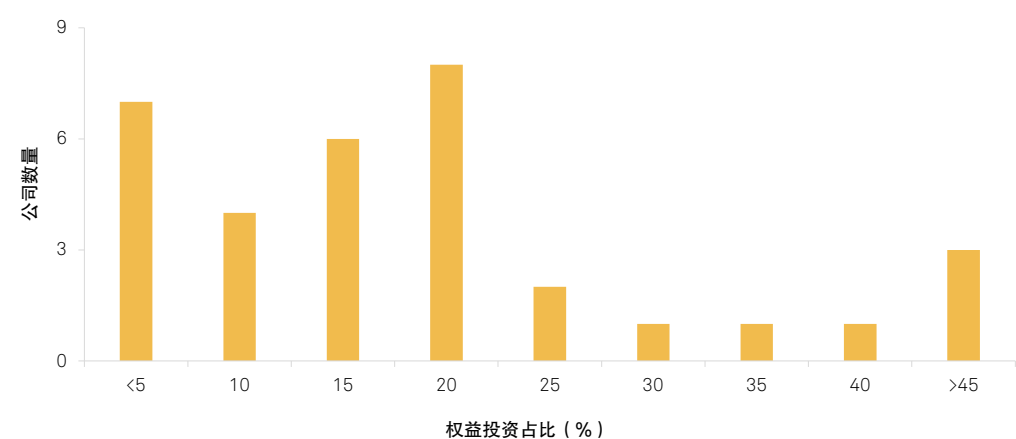


不同人身险公司债券投资在总投资资产中的占比差异较大。

资料来源：保险公司公开信息，经标普信评收集及整理。
版权©2020 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

图24

2019 年末主要人身险公司权益投资占总投资组合比例分布



不同人身险公司权益投资在总投资资产中的占比差异也较大。

注:权益投资包括长期股权投资和其他股权投资。
资料来源：保险公司公开信息，经标普信评收集及整理。
版权©2020 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

图25

股票市场波动



新冠疫情加剧了股票市场的波动性。

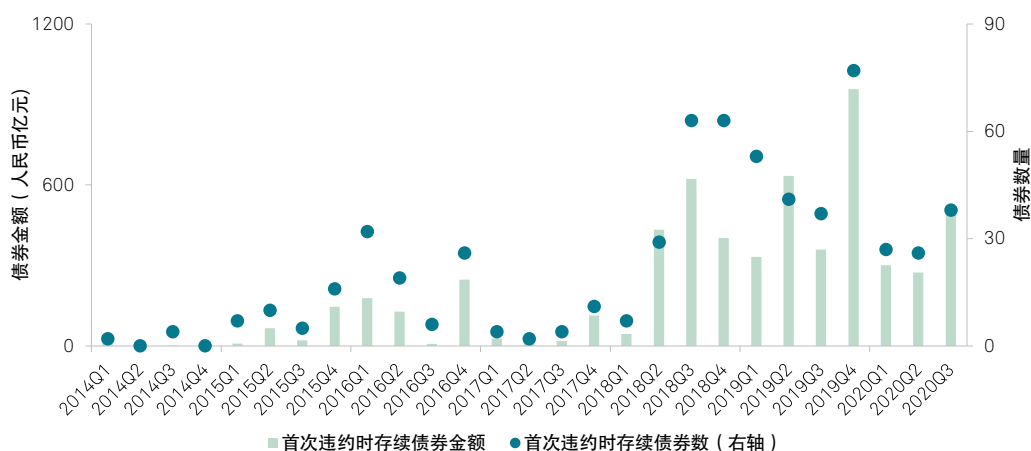
资料来源：Wind，标普道琼斯指数，经标普信评收集及整理。

版权©2020 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

除了市场风险外，新冠疫情还增加了固定收益类投资组合的信用风险压力。在疫情之前的几年中，国内债券违约已经明显增加。我们预计非标准固定收益产品投资将面临更高的信用风险。但总体来看，国内疫情期间财政政策和货币政策的有效执行以及二、三季度经济的稳步复苏在一定程度上缓解了国内债市的违约压力。

图26

国内债券市场违约情况



2018 年以来，国内债券市场违约风险显著上升。

资料来源：Wind，经标普信评收集及整理。

版权©2020 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

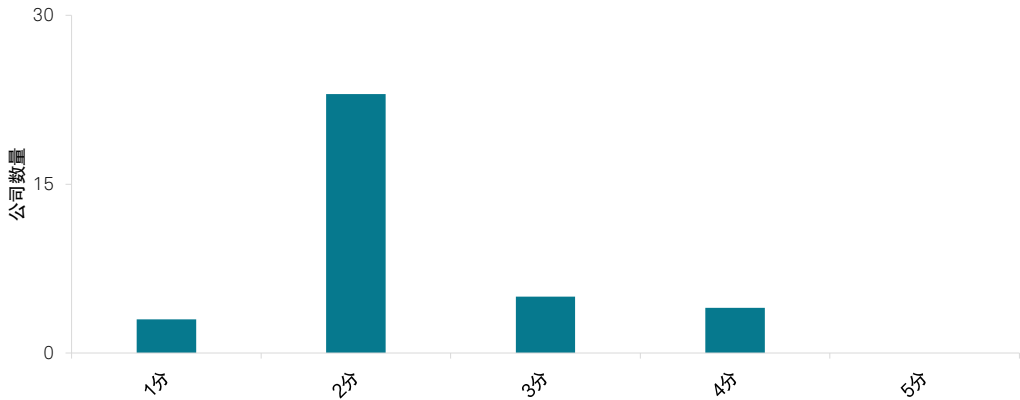
我们认为，政府致力于将保险公司资金引向对政府具有战略重要性的领域。例如，政府鼓励保险公司购买专门从事债转股的银行系资产投资公司发行的产品。监管机构还放宽了险资对银行发行的混合资本债券的投资限制。我们认为，政府对这些领域的支持在一定程度上弥补了这些投资的不确定性。

近年来，监管机构阻止了个别人身险公司在股市或海外市场过度激进的投资行为。2017 年之前，个别人身险公司在股市进行高风险投资，意图收购和控制上市公司，或进行大规模海外收购。监管机构已经叫停了此类投资。我们认为，这种监管干预提高了保险公司投资组合的整体稳健性。

风险状况的分数一般分为 5 挡，其中“1 分”代表风险极低，“5 分”代表风险极高。分数为“3 分”、“4 分”或“5 分”的情况通常会导致对保险公司财务风险打分的负面调整。

图27

35 家主要人身险公司潜在风险状况打分情况分布



造成风险状况打分差异性的一个重要因素是投资策略中体现出的不同的风险偏好。

注 1：我们对保险公司的风险状况进行了 1 到 5 分的评分划分。1 表示风险状况最好，5 表示风险状况最弱。

注 2：本报告中所呈现的潜在打分分布是我们根据公开信息，通过案头分析所得出对于信用质量的初步观点。标普信评未与大部分机构进行访谈或其他任何形式的互动沟通，也未通过标普信评的信用评级流程例如信用评审委员会加以审核与处理本报告所呈现的潜在打分分布（我们发布了公开评级结果的机构除外）。本报告中呈现的打分结果不可也不应被表述为信用评级的一部分。

资料来源：标普信评。

版权©2020 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

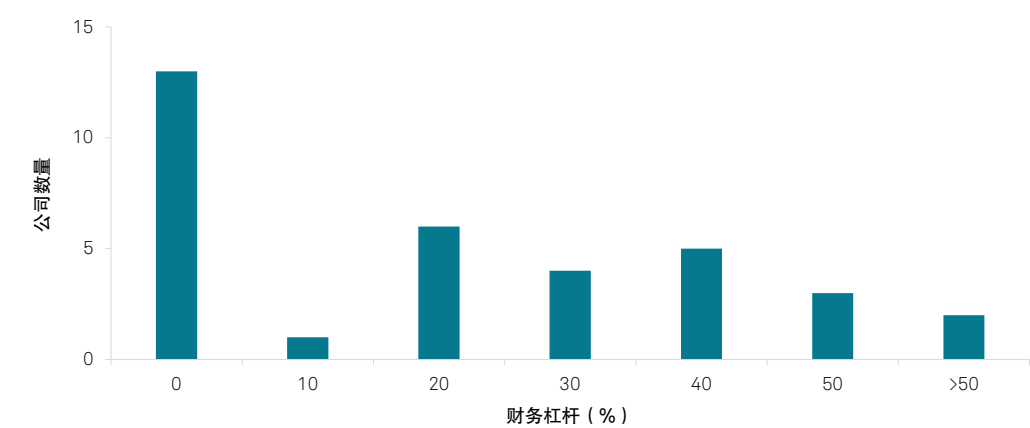
财务灵活性

我们的财务风险分析也考虑了使用财务杠杆和资产负债表上无形资产所带来的风险。高杠杆率和低固定费用覆盖率的公司的财务灵活性可能更容易承压。我们将保险公司的财务灵活性评估分为“中性”、“较负面”或“负面”三档。当我们认为杠杆的使用增加了保险公司的风险时，我们通常将保险公司的财务灵活性评估为“较负面”。如果我们认为这种风险很高，我们可能将保险公司的财务灵活性评估为“负面”。否则，评估往往是“中性”。

通常我们使用财务杠杆率、固定费用覆盖率和金融负债/息税折旧摊销前利润（“EBITDA”）比率来评估保险公司的债务负担和利息支付能力。另外，我们还会考虑保险公司的融资计划、财务管理策略和融资能力等。

图28

2019 年末主要人身险公司财务杠杆率分布



高于 40%的财务杠杆率可能给保险公司财务灵活性带来负面影响。

注 1：财务杠杆率 = (短期债务 + 长期债务 + 应付债券 (含资本补充债) + 优先股) / (短期债务 + 长期债务 + 应付债券 (含资本补充债) + 所有者权益)

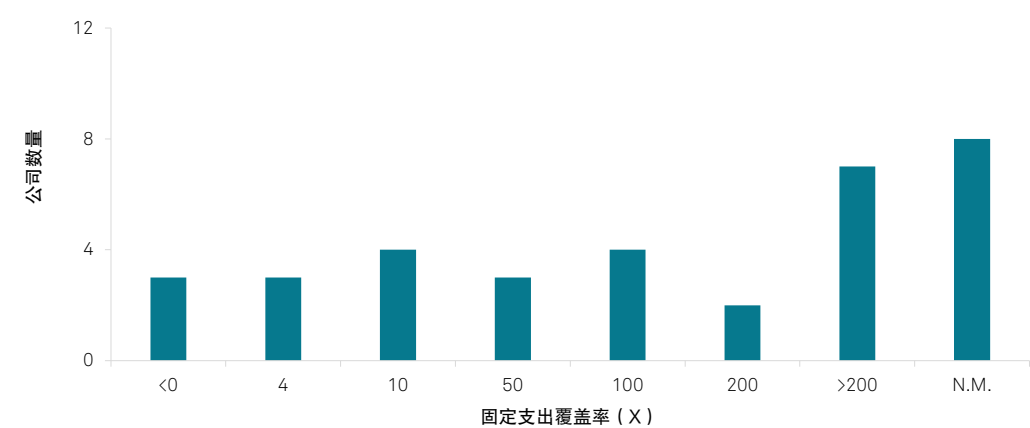
注 2：当财务杠杆率为零时，表示人身险公司无债务，有利于财务灵活性。

资料来源：保险公司公开信息，经标普信评收集及整理。

版权©2020 标普信用评级 (中国) 有限公司。版权所有。

图29

2019 年主要人身险公司固定费用覆盖率分布



低于 4 倍的固定费用覆盖率可能给保险公司财务灵活性带来负面影响。

注 1：固定费用覆盖率 = 息税折旧摊销前利润 / 金融负债利息支出。

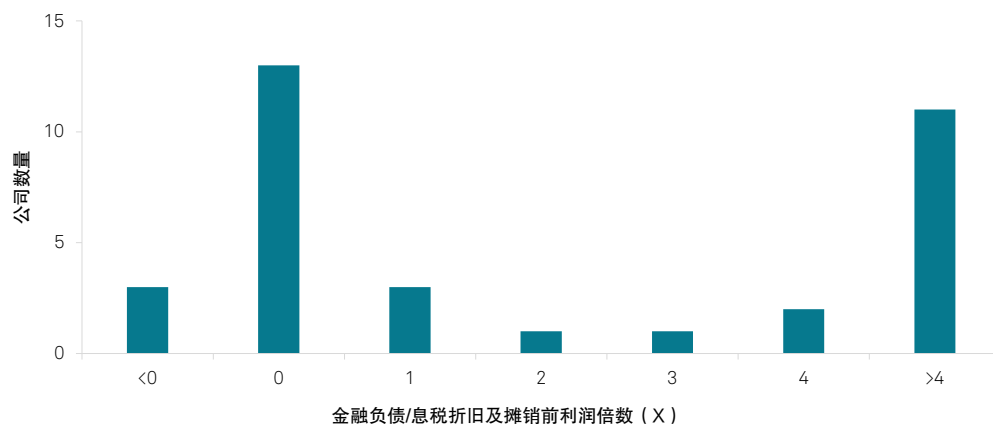
注 2：N.M.- 无意义。当这个比率没有意义时，表示没有金融负债，有利于财务灵活性。当覆盖率为负时，意味着公司的息税折旧摊销前利润为负，对财务灵活性不利。

资料来源：保险公司公开信息，经标普信评收集及整理。

版权©2020 标普信用评级 (中国) 有限公司。版权所有。

图30

2019 年主要人身险公司金融负债/息税折旧及摊销前利润倍数分布



大于 4 倍的金融负债/EBITDA 倍数可能给保险公司财务灵活性带来负面影响。

注 1：金融负债 / 息税折旧及摊销前利润倍数 = (短期债务 + 长期债务 + 应付债券 (包括资本补充债) + 优先股) / 息税折旧及摊销前利润

注 2：当该比率为零时，表示没有金融负债，有利于财务灵活性；当该比率为负时，表示息税折旧摊销前利润为负，不利于财务灵活性。

资料来源：保险公司公开信息，经标普信评收集及整理。

版权©2020 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

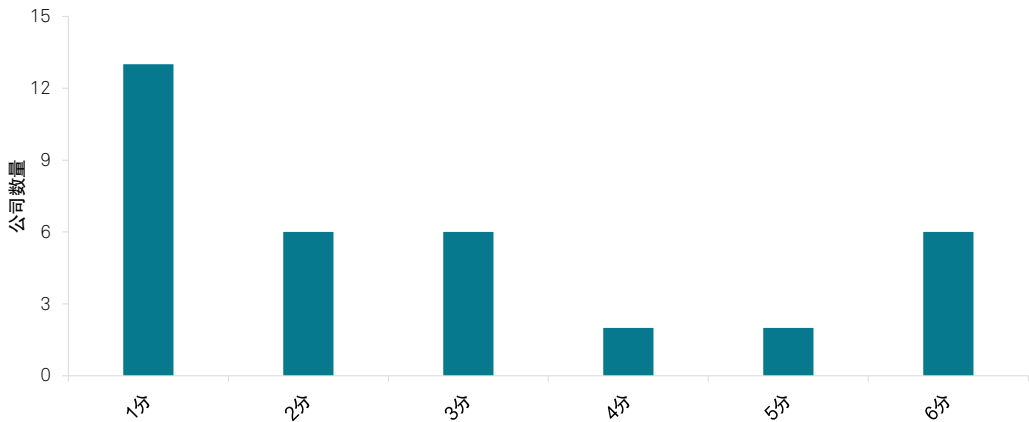
国内人身险公司在国内银行间债券市场发行的债券通常是资本补充债券。总体来看，人身险公司对资本市场融资的使用通常有限，低财务杠杆有利于该行业保持总体良好的财务灵活性。根据我们对 35 家人身险公司的案头分析，约 75% 的公司被认为具有“中性”财务灵活性，17% 的公司“较负面”，其余 8% 为“负面”。当评估结果为“较负面”或“负面”时，将对最终财务风险打分产生负面影响。

财务风险

在完成对风险状况和财务灵活性的评估后，我们利用这两个因素的评估结论来调整资本与盈利性打分，从而得出保险公司的最终的财务风险状况打分。财务风险状况打分是六分制，“1 分”表示财务风险最低，“6 分”表示财务风险最高。如果风险状况部分的分数高于“2 分”，通常会导致在资本与盈利性分数的基础上对财务风险分数进行负面调整。当财务灵活性部分的分数为“较负面”或“负面”时，通常也会导致在资本与盈利性分数的基础上对财务风险分数进行负面调整。

图31

35 家主要寿险公司财务风险状况得分分布



人身险公司的财务风险状况差异较大。

注 1：在本次研究中，我们按 6 档对潜在财务风险状况进行了打分。1 分代表最强的财务风险状况，6 分代表最弱。

注 2：本报告中所呈现的潜在打分分布是我们根据公开信息，通过案头分析所得出对于信用质量的初步观点。标普信评未与大部分机构进行访谈或其他任何形式的互动沟通，也未通过标普信评的信用评级流程例如信用评审委员会加以审核与处理本报告所呈现的潜在打分分布（我们发布了公开评级结果的机构除外）。本报告中呈现的打分结果不可也不应被表述为信用评级的一部分。

资料来源：标普信评。

版权©2020 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

表6

35 家主要人身险公司 2019 年末关键财务指标中位数

潜在财务 风险打分	核心偿付能力 充足率(%)	2019 年 净资产回报率 (%)	2019 年 净投资收益率(%)	债券投资占总投资资 产的比率(%)
1 分	249	19.4	4.8	41
2 分	198	8.4	5.0	36
3 分	144	0.6	4.9	31
4 分	132	5.2	5.2	26
5 分	129	6.2	6.7	16
6 分	103	4.8	4.8	16

注：本报告中所呈现的潜在打分分布是我们根据公开信息，通过案头分析所得出对于信用质量的初步观点。标普信评未与大部分机构进行访谈或其他任何形式的互动沟通，也未通过标普信评的信用评级流程例如信用评审委员会加以审核与处理本报告所呈现的潜在打分分布（我们发布了公开评级结果的机构除外）。本报告中呈现的打分结果不可也不应被表述为信用评级的一部分。

资料来源：保险公司公开信息，经标普信评收集及整理。

版权 © 2020 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

评级基准

保险公司的业务风险评估和财务风险评估相结合就可以确定其评级基准。例如，对于一家保险公司的业务风险和财务风险都被评定为“1”，通常表示其个体信用状况非常强，处于“aaa”或“aa+”的水平。对于业务风险和财务风险均被评定为“6”的保险公司，通常表示其个体信用状况非常弱，处于“b-”的水平。

表7

评级基准矩阵

评级基准		财务风险					
		1	2	3	4	5	6
业务状况	1	aaa/aa+	aa+/aa	aa-/a+	a/a-	bbb	bb+
	2	aa+/aa	aa-/a+	a/a-	bbb+	bbb-	bb
	3	a+/a	a/a-	bbb+	bbb	bb+	bb-
	4	bbb+	bbb	bbb-	bb+	bb-	b+
	5	bb+	bb+	bb	bb-	b+	b
	6	bb-	bb-	bb-	b+	b	b-

数据来源：标普信评。

版权 © 2020 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

个体信用状况

保险公司个体信用状况通常是从考虑评级基准和其他评估（如管理与治理评估、流动性评估和补充调整）中得出的。在考虑管理与治理、流动性和补充调整等因素后，我们可能会得到比评级基准更高、更低或相同的个体信用状况。例如，如果我们在业务风险和财务风险分析中没有充分反映某保险公司的独特优势，其个体信用状况可能高于其评级基准；如果某保险公司的流动性状况弱，或管理与治理存在明显不足，其个体信用状况可能低于其评级基准。

管理与治理分析通常考虑管理层的战略能力、运营效率、财务管理和公司治理实践是如何影响保险公司的市场竞争力的。

我们通常将保险公司的管理与治理评估分为“中性”、“较负面”或“负面”三档。当评估为“较负面”或“负面”时，通常会导致评级基准向下调整。我们测试的大多数大型人身险公司的管理与治理状况都是“中性”的，大约有 5 家被评定为“较负面”。

表8

管理与治理评估

打分	通常的含义
中性	当评估结果不为“较负面”或者“负面”时。
较负面	我们发现管理与治理结构中存在一些明显缺陷。
负面	治理缺陷严重，有可能削弱企业执行战略或管理风险的能力，对公司构成严重风险。

数据来源：标普信评。

版权 © 2020 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

我们认为，由于监管干预，人身险公司的整体公司治理正在改善。近年来，中国银保监会加强了对保险公司治理结构的完善。2018 年初，监管部门实施了《保险公司股权管理办法》，旨在防止股东对保险公司经营施加不当影响。与股东的关联交易也受到更严格的审查。2020 年 8 月，银保监会发布了完善保险业公司治理的三年规划（2020-2022 年）。

流动性分析方面，我们研究保险公司在正常经营环境下以及压力环境下满足其流动性需求的能力。流动性分析是对绝对流动性状况的分析，而不是以同业比较为重点。

我们将保险公司的流动性按“1 分”到“4 分”进行评估，其中“1 分”最强，“4 分”最弱。较好的两个评估结果（“1 分”和“2 分”）不会影响保险人的个体信用状况；两个较弱的评估结果（“3 分”和“4 分”）通常会导致评级基准的向下调整。

表9

流动性评估

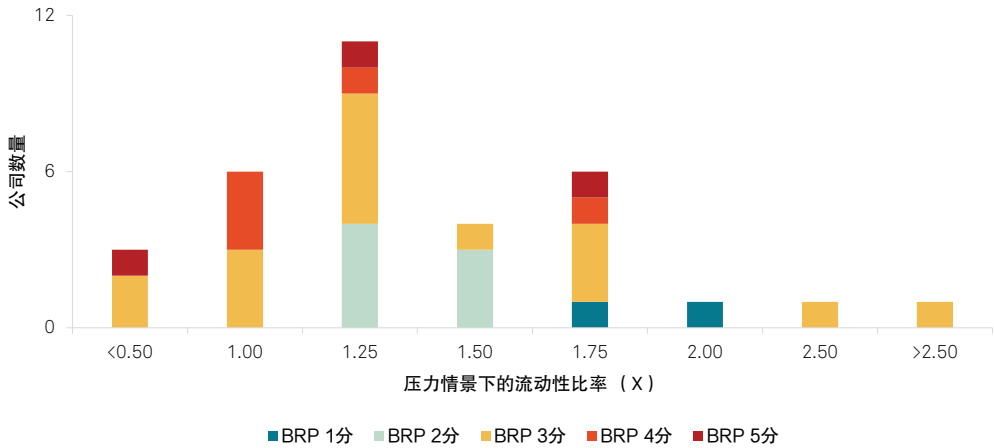
打分	通常的含义
1 分/非常充足	无重大流动性风险，压力情景下流动性比率非常高。
2 分/充足	无重大流动性风险。
3 分/较不充足	存在一些影响流动性的负面因素。
4 分/不充足	流动性面临严重风险。公司可能无法在未来 12 个月内及时履行其债务支付义务和对投保人的支付义务。

数据来源：标普信评。
版权 © 2020 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

我们认为，由于不同的投资组合结构，国内人身险公司的流动性状况不同。我们使用压力情景下的流动性比率来评估保险公司在一年内通过借款和资产变现的方式来偿还其短期债务和压力情景下保险支付义务的能力。根据我们对国内 35 家主要人身险公司的案头分析，即使在压力情景下，大多数人身险公司的流动性也是充足的，只有少数中小型人身险公司由于低流动性资产投资比例较高，在压力环境下可能面临流动性挑战。

图32

主要人身险公司压力情景下流动性比率分布



我们通常认为压力情景下流动性比率低于 1 倍是较不充足的。

注 1：压力情景下的流动性比率 = (压力情景下能够变现的流动性资产 + 备用信贷额度) / (压力情景下保险赔付现金流出 + 短期债务)。在此次测试中，我们对于不同类型资产在压力情景下变现时的折扣值进行了不同的假设，通常情况下，存款的折扣值最小，股票投资的折扣值较大。

注 2：在此次测试中，由于我们没有关于各家公司备用信贷额度的详细信息，我们通常假设备用信贷额度为零。因此，我们认为，一些保险公司的实际流动性状况可能比我们此次评估结果更好。

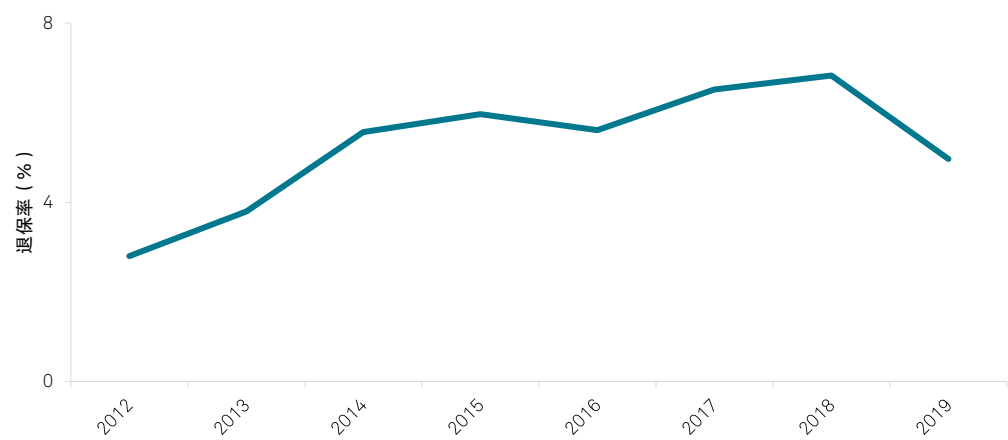
资料来源：保险公司公开信息，经标普信评收集及整理。

版权©2020 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

为了在低利率环境下获得好的投资回报，一些人身险公司可能会增加对低流动性资产的投资，以提高投资回报率，这可能会增加这些公司在压力环境下的流动性压力。

人身险公司的退保率也对其流动性有一定影响。根据中国人民银行的数据，2019 年人身险公司的退保率为 4.97%，较上年同比下降 1.86 个百分点，行业总体趋势是向好的。但是部分中小型保险公司如果面临退保率走高和保费增长放缓两方面压力，则可能面临流动性管理挑战。

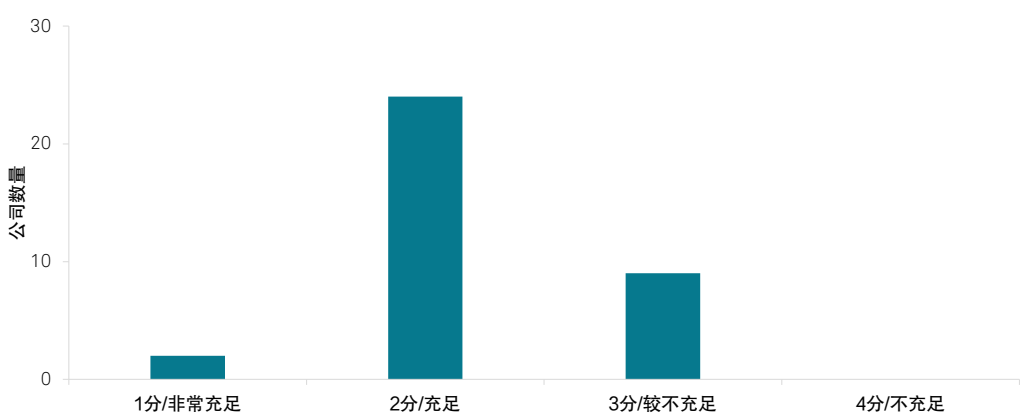
图33
国内人身险行业退保率



退保率走高可能会对部分中小型人身险公司的流动性管理造成压力。

资料来源：中国人民银行，经标普信评收集及整理。
版权©2020 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

图34
35 家主要人身险公司潜在流动性评估打分情况分布



我们测试的大多数人身险公司即使在压力情景下也有良好的流动性。

注：本报告中所呈现的潜在打分分布是我们根据公开信息，通过案头分析所得出对于信用质量的初步观点。标普信评未与大部分机构进行访谈或其他任何形式的互动沟通，也未通过标普信评的信用评级流程例如信用评审委员会加以审核与处理本报告所呈现的潜在打分分布（我们发布了公开评级结果的机构除外）。本报告中呈现的打分结果不可也不应被表述为信用评级的一部分。
资料来源：标普信评。
版权©2020 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

除了管理与治理评估、流动性评估之外，我们还可以通过补充调整来得出更全面的信用观点。我们的补充调整包括对其他信用因素的考虑，以及对前述部分没有充分考虑的现有信用因素的考虑，往往包

括同业比较分析。通常，我们根据管理与治理评估、流动性评估和补充调整的情况对评级基准进行调整，得出最终个体信用状况（具体调整规则见下表）。

表10

个体信用状况的确定

评级基准（aaa至b-）	子级调整的一般性规则
管理与治理	
- 中性	无子级调整
- 较负面	下调 1 个子级
- 负面	下调 2 个或更多子级
流动性	
- 1 分/非常充足	无子级调整
- 2 分/充足	无子级调整
- 3 分/较不充足	下调 1 个子级
- 4 分/不充足	下调 2 个或更多子级
补充调整	加、减子级或无子级调整

数据来源：标普信评。

版权 © 2020 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

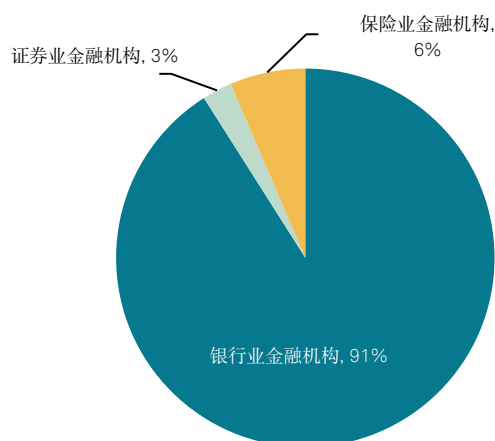
外部支持

我们认为，与银行相比，保险公司系统性风险更小，因此，政府和监管机构对人身险公司的干预或支持力度也可能较银行更小。从国际市场的经验来看，大多数保险公司都顺利度过了 2008 年的金融危机，所以金融稳定委员会认为传统保险模式并不具有系统性风险。从国内实际情况来看，国内监管机构之前几次接管存在严重违规问题的人身险公司，有助于维护人身险行业的整体稳定。2018 年安邦人寿被接管，2020 年天安人寿和华夏人寿被接管。

我们认为，出于金融稳定性的考虑，政府可能会支持一些小型银行，但我们通常认为政府对小型私营人身险公司的支持可能会小得多。由于银行之间的风险敞口往往很大，当一家中小型银行破产时，作为其对手方的其他银行受影响较大；相比之下，个别小型人身险公司出险时，对资本市场的影响要小得多，因为这些公司的杠杆率通常很低，资本市场对这些中小型保险公司的风险敞口往往有限。此外，由于保险公司很少作为彼此的交易对手方，在一家小型保险公司依法破产或撤销时，一般不会影响其他保险公司的正常经营。举例来说，包商银行被接管事件造成了明显的市场冲击，导致中小银行资金成本普遍上升，也给与它开展同业业务的其他银行带来损失；相比之下，近年来监管对安邦人寿、华夏人寿和天安人寿的接管并未对资本市场和其他保险公司的经营造成重大负面影响。

图35

2019 年末各类金融部门资产规模占比



国内保险业比银行业
资产规模小很多。

资料来源：中国人民银行，经标普信评收集及整理。

版权©2020 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

如果人身险保单不能正常赔付，可能对公众利益产生影响，但国内已经建立了一套完善的机制，以确在中小型人身险公司破产时，投保人的权益能够得到有效保护。因此我们认为，政府对非国有中小型人身险公司的救助意愿可能有限。根据《保险法》规定，人身险公司破产时，经营有人寿保险业务的保险公司被依法撤销或者被依法宣告破产的，其持有的人寿保险合同及责任准备金，必须转让给其他经营有人寿保险业务的保险公司；不能同其他保险公司达成转让协议的，由国务院保险监督管理机构指定经营有人寿保险业务的保险公司接受转让。

中国保险保障基金是保障投保人利益的另一种有效机制。该基金成立于 2008 年。这项保障基金通过保险公司基于保费收入的强制性缴费筹集资金。截至 2019 年末，该基金共筹集了 1460 亿元的资金，其中人身险保障基金约 543 亿元。保单持有人的损失在人民币 5 万元以内的部分，保险保障基金予以全额救助；保单持有人为个人的，对其损失超过人民币 5 万元的部分，保险保障基金的救助金额为超过部分金额的 90%；保单持有人为机构的，对其损失超过人民币 5 万元的部分，保险保障基金的救助金额为超过部分金额的 80%。

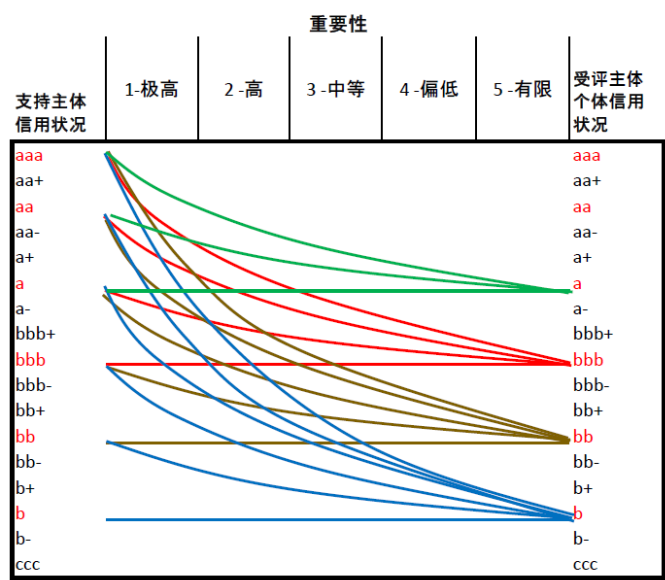
我们认为，鉴于国有大型人身险公司在为公众提供保险保障方面的重要作用以及与政府的密切联系，很可能会得到中央政府的支持。随着中国人口的老龄化，人身保险业在社会福利和医疗保健方面发挥着重要作用。此外，大型人身险公司也是资本市场中重要的机构投资者。由于这些保险公司通常有长期投资需求，可以在金融市场充当“减震器”，为实体经济的发展提供长期稳定的资金。

除了政府支持外，我们也会考虑在压力情景下的集团支持。在我们测试的 35 家人身险公司中，我们认为这些公司中的一半以上都有可能获得集团的支持，特别是来自保险集团或银行集团的支持。

我们通常使用五分制来评估人身险公司对其集团公司/政府的重要性。我们评估人身险公司外部支持的方法与我们对银行和其他金融机构的方法是一致的。在极少数情况下，如果集团违约风险较高，并且我们认为该集团的低信用质量对其人身险子公司的信用质量有重大影响，则集团影响可能是负面的。

图36

支持分析框架示例



我们通常使用五分制来评估人身险公司对其集团公司的重要性，1 分表示重要性极高，5 分最低。

资料来源：标普信评。
版权©2020 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

附录:相关评级方法论及研究

标普信用评级（中国）— 保险机构评级方法论。

评论：解读标普信用评级（中国）保险机构评级方法。

阅读须知

标普信用评级（中国）有限公司（简称“标普信评”）针对国内 35 家主要人身险公司进行了案头分析。我们挑选这 35 家人身险公司考量的主要标准包括公司资产规模、行业代表性以及公开信息的可获取性。

本报告中的分析是根据标普信评的方法论进行的。标普信评的方法论和分析方式仅适用于中国，并有别于标普全球评级所采用的方法论和分析方式。因此，标普信评的观点并不等同于也不应被不实地表述为标普全球评级的观点，或作为标普全球评级的观点而加以依赖。

本次案头分析仅使用了公开信息，并且是根据标普信评的保险机构评级方法论，以及我们对于中国保险业以及各个机构的了解进行的。在此次分析中，我们将我们的方法论对于公开信息进行分析进而得到了关于保险业信用质量的初步观点。需要强调的是，在本报告中表达的观点都只是以公开信息为基础，未有与任何机构进行任何互动式评级活动。但是，如果我们已与特定机构在评级活动中发生互动，我们通过评级工作从特定机构管理层那里获得的信息和观点也可能被纳入本次分析结果中。本报告中表达的观点不可也不应被表述为信用评级，也不应被视为任何机构的最终评级结果的表示。本报告中表达的观点是我们通过分析对潜在信用质量得出的初步观点。本次案头研究工作不涉及任何跟踪活动。本报告中表达的观点不是，也不应被视为购买、持有或者出售任何证券或作出任何投资决策的建议，也不涉及任何证券的适合性。

在此次案头分析过程中，我们对涉及的每家机构进行了分析，在本报告中按照机构的类型以组合层面呈现了我们的分析结果。我们根据我们方法论中最相关的指标，在本报告中的各个章节中呈现整个市场以及市场中不同类型的机构的数据和表现。

由于本次分析是根据公开信息所作的案头分析，我们与作为分析对象的大部分机构并未进行访谈或其他任何形式的互动沟通（我们已公开发布评级结果的机构除外）。在缺乏相关信息的情况下，我们会进行一些假设；同时，我们也尝试考虑机构获得集团支持、政府支持或其他任何形式外部支持的可能性，从而得出潜在信用质量的观点。标普信评不为依赖本报告的任何内容所产生的任何损失负责。

本报告不构成评级行动。

©版权所有 2020 标普信用评级（中国）有限公司 保留所有权利。

标普信用评级（中国）有限公司（简称“标普信评”）拥有上述内容（包括评级、信用相关的分析和数据、估值、模型、软件或其他应用或其中的输出）或其任何部分（简称“内容”）的版权和/或其他相关知识产权。未经标普信评的事先书面许可，严禁以任何形式或方式修改、逆向工程、复制或发布任何内容，或将任何内容存储在数据库或检索系统中。内容不得用于任何非法或未经授权的目的。标普信评和任何第三方供应商，以及其董事、管理人员、股东、员工或代理人（统称“标普方”）均不保证内容的准确性、完整性、及时性或可用性。标普方不对任何错误或遗漏（疏忽或其他），无论其原因如何，以及因使用内容而获得的结果，或者用户输入的任何数据的安全性或维护该等数据承担责任。内容以“概不保证”为基础提供。标普方特此声明免除所有明示或默示的保证，包括但不限于适销性或适用于特定用途或使用目的、不存在漏洞、软件错误或缺陷，以及内容的功能将不会中断或内容将与任何软件或硬件配置兼容等保证。在任何情形下，标普方将不对任何人就与使用任何内容相关的任何直接、间接、附带、惩罚、补偿、惩戒、特殊或后续的损害、费用、开支、律师费或损失（包括且不限于收入损失、利润损失以及因疏忽造成的机会成本和损失）承担责任，即使标普方已经知道发生类似损害的可能性。

信用相关的分析和其他分析（包括评级和内容中的陈述）是截至发表之日的意见陈述，而非事实陈述。标普信评的意见、分析、预测和评级确认决策（如下所述）并非且不应被视为购买、持有或出售任何证券或作出任何投资决策的建议，也不涉及任何证券的适合性。在发布后，标普信评不承担更新（不论以任何形式或格式）发布内容的义务。在进行投资和其他业务决策时，不应依赖内容，内容也无法取代用户、其管理层、员工、顾问和/或客户的技能、判断和经验。标普信评不作为受托人或投资顾问，除非其注册为该机构。虽然标普信评从其认为可靠的渠道获取信息，但标普信评不审计其获得的信息，也不承担相关的尽职调查义务或实施独立验证。与评级相关的出版物可能由于各种原因发布，这些原因不一定取决于评级委员会的行动，例如发布定期更新的信用评级和相关分析。

标普信评并不属于标普全球评级身为国家认可统计评级机构（NRSRO）的联属企业。标普信评根据在中国专用的评级等级体系授予评级，所授予的评级是标普信评对于债务人相对于中国境内其他发行人的整体资信或对特定债务的偿债能力的意见，并提供在中国境内信用风险的排序。标普信评所授予的评级并非根据全球评级等级体系所授予的评级，不可也不应被视为或不实地表述为全球评级等级体系下授予的评级，或者作为全球评级等级体系下授予的评级而加以依赖。标普方不为违反本段使用标普信评的评级所产生的任何损失负责。

如果监管机构允许评级机构在一个司法辖区内因某些监管目的承认在另一个司法辖区发布的评级，标普信评保留随时自行决定授予、撤销或中止此类承认的权利。标普信评特此声明不对因授予、撤销或中止承认而产生的任何责任以及宣称因此而产生的任何损害负责。

标普信评将其不同业务单位的活动保持分离，以保持相应活动的独立性和客观性。因此，标普信评的某些业务单位可能拥有其他业务单位所没有的信息。标普信评制定了政策和程序，以确保对各个分析过程中相关的特定非公开信息予以保密。

标普信评可能从其评级和特定分析活动中获得报酬，报酬一般由证券发行人或承销人或者债务人支付。标普信评保留发布其意见和分析的权利。标普信评的公开评级和分析公布在其网站上 www.spgchinaratings.cn 并且可以通过其他方式发布，包括但不限于标普信评出版物和第三方转销商。