

联合资信评估有限公司

承诺书

本机构承诺出具的《珠江人寿保险股份有限公司 2019 年第一期资本补充债券信用评级报告》不存在虚假记载、误导性陈述或重大遗漏，并对其真实性、准确性及完整性负责。

联合资信评估有限公司
二零一九年三月十三日



信用等级公告

联合[2019] 521 号

联合资信评估有限公司通过对珠江人寿保险股份有限公司主体长期信用状况及拟发行的 2019 年第一期资本补充债券进行综合分析和评估，确定珠江人寿保险股份有限公司主体长期信用等级为 AA，2019 年第一期资本补充债券（人民币 18 亿元）信用等级为 AA⁻，评级展望为稳定。

特此公告。

联合资信评估有限公司

二零一九年三月十三日



珠江人寿保险股份有限公司

2019年第一期资本补充债券信用评级报告

评级结果

主体长期信用等级：AA

资本补充债券信用等级：AA⁻

评级展望：稳定

评级时间

2019年3月13日

主要数据

项目	2018年 6月末	2017年末	2016年末	2015年末
资产总额(亿元)	647.76	702.08	521.33	614.11
负债总额(亿元)	578.85	630.91	450.53	574.54
保险合同准备金(亿元)	229.98	264.19	154.19	4.91
股东权益(亿元)	68.90	71.17	70.79	39.57
注册资本(亿元)	67.00	67.00	67.00	47.50
偿付能力充足率(%)	-	-	-	592.26
核心偿付能力充足率(%)	88.85	87.42	111.55	-
综合偿付能力充足率(%)	103.42	101.94	124.48	-
项目	2018年 1-6月	2017年	2016年	2015年
营业收入(亿元)	58.63	150.09	184.92	25.93
已赚保费(亿元)	39.50	102.49	150.93	1.19
净利润(亿元)	-0.35	-0.70	5.38	0.42
投资收益(亿元)	14.89	42.51	33.34	24.42
投资资产收益率(%)	5.26	8.72	9.30	9.31
综合退保率(%)	21.31	18.27	0.74	2.58
综合费用率(%)	-	13.00	8.49	567.40
手续费及佣金率(%)	-	4.46	3.45	52.93
总资产收益率(%)	-	-	0.95	0.11
净资产收益率(%)	-	-	9.75	1.37

数据来源：珠江人寿提供，联合资信整理。

注：1、核心偿付能力充足率、综合偿付能力充足率数据口径为《保险公司偿付能力监管规则（1-17号）》（保监发[2015]22号）；
2、2018年上半年财务数据未经审计。

分析师

郎朗 陈绪童

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

珠江人寿保险股份有限公司（以下简称“珠江人寿”或“公司”）成立于2012年，持续的增资扩股使其资本实力不断增强，行业排名整体提升较快。近年来，公司不断完善公司治理机制和风险控制体系建设，为业务的发展提供了良好的保障；保险业务收入和规模保费收入较快增长，市场竞争力不断提高，银保渠道规模保费在广东省区域内有较强的竞争力；2016年以来，珠江人寿逐步调整业务结构，产品结构得以改善；公司投资收益处于行业较好水平。但另一方面，公司保险业务以银保渠道为主，渠道发展有待均衡；公司投资资产中权益资产、不动产类资产及其他金融资产投资规模较大，需持续关注市场风险、交易对手信用风险及资产的流动性风险；公司综合偿付能力充足率接近监管红线100%，第一大股东增资受限，面临一定资本补充问题。

综上，联合资信评估有限公司确定珠江人寿保险股份有限公司主体长期信用等级为AA，拟发行的2019年第一期资本补充债券（人民币18亿元）信用等级为AA⁻，评级展望为稳定。该评级结论反映了珠江人寿保险股份有限公司本期资本补充债券的违约风险很低。

优势

- 公司高级管理层市场化运作，遵循监管要求，公司治理水平不断完善；
- 不断优化保险业务结构，原保险保费市场份额及排名整体呈上升趋势；
- 银保渠道发展较快，在广东省区域内有较强的竞争力；
- 得益于多元化的资产配置体系，投资收益率处于行业较好水平；
- 国内保险市场发展潜力大，得益于积极有利的政策推动和适当的行业监管，保险行业发展前景持续向好。

关注

- 权益资产、不动产类资产及其他金融资产投资规模较大，需持续关注市场风险、交易对手信用风险及资产的流动性风险；
- 业务结构中趸缴保费占比仍然较高，对资本消耗较快；
- 综合偿付能力充足率接近监管红线，第一大股东增资受限，面临一定资本补充压力；
- 保险费率改革、市场竞争加剧以及资本市场波动对寿险行业盈利水平和风险管理产生一定压力。

声 明

一、本报告引用的资料主要由珠江人寿保险股份有限公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估有限公司（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。

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、本次信用评级结果的有效期为本期债项的存续期；根据跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

珠江人寿保险股份有限公司

2019年第一期资本补充债券信用评级报告

一、主体概况

珠江人寿保险股份有限公司（以下简称“珠江人寿”或“公司”）由广东珠江投资控股集团有限公司、广州金融控股集团有限公司、广东粤财信托有限公司、广东新南方集团有限公司和广东韩建投资有限公司五家公司于2012年8月共同发起设立，初始注册资本为6.00亿元。经过多次增资扩股及引入新股东，截至2018年6月末，珠江人寿注册资本为67.00亿元，无实际控制人，股东持股情况见表1。

表1 珠江人寿股东持股情况 单位：%

股东名称	持股比例
广东珠江投资控股集团有限公司	30.15
广东珠光集团有限公司	20.00
衡阳合创房地产开发有限公司	18.96
广东新南方集团有限公司	10.30
广东韩建投资有限公司	10.30
广州金融控股集团有限公司	8.50
广东粤财信托有限公司	1.79
合计	100.00

数据来源：珠江人寿提供，联合资信整理。

珠江人寿的经营范围：人寿保险、健康保险、意外伤害保险等各类人身保险业务；上述业务的再保险业务；国家法律允许的保险资金运用业务；经中国保监会¹批准的其他业务。

截至本报告出具日，珠江人寿已设立广东省、深圳市和北京市3家省级分公司，东莞、佛山、惠州、珠海、江门、中山、韶关、汕头、湛江等9家地市级分公司以及13家营销服务部；在职员工内勤人员604人，外勤员工1229人。

截至2017年末，珠江人寿资产总额702.08亿元，其中投资资产607.48亿元；负债总额

630.91亿元，其中保险合同准备金合计264.19亿元；股东权益71.17亿元；注册资本67.00亿元，核心偿付能力充足率为87.42%，综合偿付能力充足率为101.94%。2017年，珠江人寿实现营业收入150.07亿元，其中已赚保费102.49亿元，投资收益42.51亿元；净利润-0.70亿元。

截至2018年6月末，珠江人寿资产总额647.76亿元，其中投资资产556.61亿元；负债总额578.85亿元，其中保险合同准备金合计229.98亿元；股东权益合计68.90亿元；注册资本67.00亿元，核心偿付能力充足率为88.85%，综合偿付能力充足率均为103.42%。2018年1-6月，珠江人寿实现营业收入58.63亿元，其中已赚保费39.50亿元，投资收益14.89亿元；净利润-0.35亿元。

注册地址：广州市天河区珠江东路421号301、401房

法定代表人：翟素文

二、本期债券概况

1. 本期债券概况

珠江人寿拟在不超过人民币35亿元的额度内分期发行资本补充债券。截至本报告出具日，珠江人寿无尚在存续期内的资本补充债券。本期资本补充债券拟发行18亿元，具体发行条款以发行人和主承销商共同确定并经主管部门审批通过的内容为准。

2. 本期债券性质

本期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；本期债券与发行人已发行的与本期债券偿还顺序相同的其他次级债务处于同一清偿顺序，与未来可能发行的与本期

¹ 注：现中国银行保险监督管理委员会。

债券偿还顺序相同的次级定期债务、资本补充债券等资本补充工具同顺位受偿；发行人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。

本期债券设定一次发行人选择提前赎回的权利。在行使赎回后发行人的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本期债券。

3. 募集资金用途

本期债券募集资金将依据适用法律和监管部门的批准用于补充发行人资本，提高公司偿付能力，为公司业务的良性发展创造条件，支持业务持续稳健发展。

三、经营环境分析

1. 宏观经济环境分析

2017 年，在世界主要经济体维持复苏态势、我国供给侧结构性改革成效逐步显现的背景下，我国继续实施积极的财政政策和稳健中性的货币政策，协调经济增长与风险防范，同时为供给侧结构性改革创造适宜的货币金融环境，2017 年我国经济运行总体稳中向好，国内生产总值（GDP）82.8 万亿元，同比实际增长 6.9%，经济增速实现 2011 年以来的首次回升。从地区来看，西部地区经济增速引领全国，山西、辽宁等地区有所好转。从三大产业来看，农业生产形势较好，工业生产稳步增长，服务业保持快速增长态势，第三产业对 GDP 增长的贡献率继续上升，产业结构持续改善。从三大需求来看，固定资产投资增速有所放缓，居民消费维持较快增长态势，进出口大幅改善。全国居民消费价格指数（CPI）有所回落，工业生产者出厂价格指数（PPI）和工业生产者购进价格指数（PPIRM）涨幅较大，制造业采购经理人指数（制造业 PMI）和非制造业商务活动指

数（非制造业 PMI）均保持扩张，就业形势良好。

2018 年上半年，我国继续实施积极的财政政策，通过减税降费引导经济结构优化转型，继续发挥地方政府稳增长作用，在防范化解重大风险的同时促进经济的高质量发展。2018 年 1-6 月，我国一般公共预算收入和支出分别为 10.4 万亿元和 11.2 万亿元，收入同比增幅（10.6%）高于支出同比增幅（7.8%）；财政赤字 7261.0 亿元，较上年同期（9177.4 亿元）有所减少。稳健中性的货币政策在防范系统性金融风险、去杠杆的同时也为经济结构转型升级和高质量发展创造了较好的货币环境，市场利率中枢有所下行。在上述政策背景下，2018 年 1-6 月，我国 GDP 同比实际增长 6.8%，其中西部地区经济增速较快，中部和东部地区经济整体保持稳定增长，东北地区仍面临一定的经济转型压力；CPI 温和上涨，PPI 和 PPIRM 均呈先降后升态势；就业形势稳中向好。

2018 年 1-6 月，三大产业保持较好增长态势，农业生产基本稳定；工业生产增速与上年全年水平持平，但较上年同期有所回落，工业企业利润保持较快增长；服务业保持较快增长，仍是支撑经济增长的主要力量。

制造业投资增速有所加快，但房地产开发投资和基础设施建设投资增速有所放缓，导致固定资产投资增速有所放缓。2018 年 1-6 月，全国固定资产投资（不含农户）29.7 万亿元，同比增长 6.0%，增速有所放缓。受益于相关部门持续通过减税降费、简化行政许可与提高审批服务水平、降低企业融资成本等措施，民间投资同比增速（8.4%）仍较快。受上年土地成交价款同比大幅增长的“滞后效应”、抵押补充贷款（PSL）大幅增长推升棚改贷规模等因素影响，房地产投资保持较快增速（9.7%），但 2018 年以来棚改项目受理偏向谨慎以及房企融资渠道趋紧，导致 2018 年 3 月以来房地产开发投资持续回落；由于金融监管加强，城投公司融资受限，加上地方政府融资规模较上年

同期明显减少导致地方政府财力有限，基础设施建设投资同比增速（7.3%）明显放缓；受到相关政策引导下的高技术制造业投资和技术改造投资增速较快的拉动，制造业投资同比增速（6.8%）继续加快。

居民消费增速小幅回落，但仍保持较快增速。2018年1-6月，全国社会消费品零售总额18.0万亿元，同比增速（9.4%）出现小幅回落，但仍保持较快增长。具体来看，汽车消费同比增速（2.7%）和建筑及装潢材料消费同比增速（8.1%）明显放缓；化妆品类、家用电器和音响器材类、通讯器材类等升级类消费，以及日用品类、粮油食品、饮料烟酒类等基本生活用品消费保持较快增长；此外，网上零售保持快速增长，全国网上商品和服务零售额同比增速（30.1%）有所回落但仍保持快速增长。我国居民消费持续转型升级，消费结构不断优化，新业态和新商业模式发展较快，消费继续发挥支撑经济增长的重要作用。

进出口增幅有所回落。2018年1-6月，我国货物进出口总值14.1万亿元，同比增幅（7.9%）有所回落，主要受欧盟等部分国家和地区经济复苏势头放缓、中美贸易摩擦加剧等因素影响。出口方面，机电产品和劳动密集型产品出口额在我国出口总值中占比仍较大，服装与衣着附件类出口额出现负增长；进口方面，仍以能源、原材料产品为主，受价格涨幅较大

影响，原油、未锻造的铜及铜材进口金额均实现36%以上的高速增长。

2018年下半年，国际主要经济体的货币政策分化、贸易保护主义、地缘政治冲突等因素使得全球经济复苏进程存在较大的不确定性，这将对我国未来经济增长带来挑战。在此背景下，我国将继续实施积极的财政政策，货币政策保持稳健中性、松紧适度，同时深入推进供给侧结构性改革，继续加大对外开放力度，促进经济高质量发展。从三大需求来看，投资或呈稳中趋缓态势，主要由于全球经济复苏放缓态势及贸易摩擦短期内或将使制造业投资增速面临小幅回落的风险，且在房地产行业宏观调控持续影响下，房地产投资增速或将继续放缓。但是，受益于地方政府专项债的逆周期经济调节作用，基础设施建设投资增速有望回升。居民消费（尤其是升级类消费）有望维持较快增长，主要受益于鼓励居民消费、深入挖掘消费潜力以及消费体制机制不断完善，个人所得税新政下半年有望推出，以及部分进口车及日用品消费品进口关税的进一步降低。进出口增速或将继续放缓，主要受全球经济复苏步伐的放缓、中美贸易摩擦的加剧等因素的影响。总体来看，2018年下半年我国消费有望维持较快增长，但考虑到固定资产投资稳中趋缓、进出口增速继续回落，经济增速或将继续小幅回落，预测全年经济增速在6.5%-6.7%。

表2 宏观经济主要指标 单位：%/亿元

项目	2017年	2016年	2015年	2014年	2013年
GDP 增长率	6.9	6.7	6.9	7.4	7.7
CPI 增长率	1.6	2.0	1.4	2.0	2.6
PPI 增长率	6.3	-1.4	-5.2	-1.9	-1.9
M2 增长率	8.2	11.3	13.3	12.2	13.6
固定资产投资增长率	7.0	8.1	10.0	15.7	19.3
社会消费品零售总额增长率	10.2	10.4	10.7	10.9	13.1
进出口总额增长率	14.2	-0.9	-7.0	2.3	7.6
进出口贸易差额	28718	33523	36865	23489	2592

资料来源：国家统计局、人民银行、Wind 资讯，联合资信整理。
注：2013年进出口贸易差额的单位为亿美元。

2. 寿险行业发展概况

(1) 业务概况

近年来，受宏观经济增长放缓影响，我国实施积极的财政政策和稳健中性的货币

政策，为保险行业的发展提供了良好的政策环境。在积极的财政政策下，投资增长特别是公共消费型基础投资、养老产业的相关投资，不但为保险资产配置提供了渠道，也会带动新的保险需求。在稳健中性的货币政策下，寿险公司资金成本长期来看维持在稳定合理的区间内，寿险产品的吸引力将得到增强。2017年以来，保险行业延续稳步发展势头，保险产品结构不断优化；寿险行业原保费收入保持较快增长，但受万能险业务下滑影响，行业规模保费增速逐步放缓。2017年，我国寿险业务原保费收入2.67万亿元，同比增长23.01%，寿险原保险保费收入保持强劲增长趋势。其中，普通寿险和健康险业务分别实现原保险保费收入2.15万亿元和0.44万亿元，同比分别增长23.01%和

8.58%。资产方面，寿险公司总资产13.21万亿元，较年初增长6.25%，寿险公司资产增速有所放缓。

寿险市场集中度方面，截至2017年末，我国共有人身保险公司85家，其中中资公司57家，外资公司28家，主体数量稳步增长。2015-2017年，我国人身保险行业市场集中度高，原保费收入前10大公司市场份额合计占比在70%以上（见表3），随着寿险公司增加以及中小寿险公司业务快速发展，前十大寿险市场集中度逐步下降，安邦寿险、和谐健康等公司市场占比上升。此外，外资人身保险公司原保险保费收入合计市场份额为7.43%，市场占有率呈上升趋势，但仍维持在较低水平。

表3 寿险公司市场集中度（原保费收入） 单位：%

排名	2015年		2016年		2017年	
	公司	占比	公司	占比	公司	占比
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	富德生命人寿	4.98	人保寿险	4.84	新华人寿	4.20
8	泰康人寿	4.79	富德生命人寿	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	和谐健康	1.94	泰康人寿	4.14	富德生命人寿	3.09
	合计	75.83	合计	72.30	合计	71.31

数据来源：保监会网站、联合资信整理。

业务结构方面，我国人身保险产品按照保障范围可划分为人寿保险、年金保险、健康保险和意外伤害保险。近年来，我国寿险产品收入占比维持在较高水平，但占比整体呈下降的趋势，健康保险占比整体呈上升态势，2017年，我国寿险业务占人身险业务的80.22%，健康险业务占16.41%。2016年下半年以来，保监会持续加强对万能险和险资举牌等行为的监管和处罚，使万能险产品不断减少，结算利率不断下降。2017年以来，

部分保险公司万能险业务呈现负增长，新产品的结算利率持续下降，万能险多以年金或附加险的形式出现在保险公司的业务模式中。2017年，寿险行业共实现总保费收入3.24万亿元，同比下降6.06%；实现原保险保费收入2.60万亿元，同比增长20.04%，增速有所放缓。

从竞争策略来看，不同类型保险公司的市场策略产生了一定的分化。具体来看，成立时间长、市场份额领先的大型保险公司整

体上保障类及期缴类产品占比较高。另一方面，部分民营保险公司在资产驱动负债的策略下，规模导向的中短存续期产品和理财型产品发行量上升较快，但受监管趋严影响，此类产品规模快速上升的趋势受到了遏制。而外资（合资）保险公司通常受股东在业务价值、股东回报、风险控制和决策流程等方面要求较高等因素影响，产品和投资策略均趋于稳健，竞争能力有限，市场份额较低。

（2）盈利水平

保险公司盈利来自两方面，一是保费收入与赔付及费用支出的差额，即承保利润；二是保险资金运用收益，即投资收益。承保利润方面，寿险赔付金额和赔付率逐年上升，健康险赔付金额和赔付率波动较大，意外险赔付金额和赔付率相对稳定。由于保险行业竞争日益激烈，保险公司为保持市场竞争力，逐步压缩承保利润空间，保险公司盈利水平越来越依赖于投资收益。

投资收益方面，2017年以来，受益于债券和长期股权投资收益率有所提升，有利于险企固定收益类投资收益的提升，同时股市行情表现较好，保险公司在股票投资方面也有较好的表现，整体投资收益水平稳中有

进。截至2017年末，国内保险资金运用余额14.92万亿元，较上年末增长11.42%，占国内保险行业资产总额的89.08%。从投资资产结构来看，保险资金运用配置更趋优化，截至2017年末，银行存款与债券投资合计占比47.51%，较2016年末下降3.19个百分点；股票和证券投资基金占比12.30%，下降0.98个百分点；其他投资占比40.19%，上升4.17个百分点，其中长期股权投资占24.63%，其余为非标类投资。总体看，近年来银行存款及债券投资规模较大，收益相对稳定，仍是保险资金运用最重要资产配置选项，非标类投资总额和占比持续快速上升，股票和证券投资基金保持平稳增长态势（见图1）。由于保险资金运用金额大、占比高，保险公司利润水平受投资收益水平影响大。2016年，由于低利率，资本市场波动等因素，保险资金投资收益率下降明显；2017年以来，随着保险公司资金运用效率提高，投资收益有所改善，2017年资金运用收益率5.77%，同比上升0.11个百分点。随着利率上行，未来保险公司准备金补提压力逐渐下降，投资收益改善和准备金计提压力的减轻，将促进险企利润不断提升。

图1 保险公司投资资产结构图



数据来源：保监会网站，联合资信整理

（3）偿付能力

2015年2月，保监会发布了中国风险导向

的偿付能力体系(简称“偿二代”)17项监管规则，以及《关于中国风险导向的偿付能力体系过渡期

有关事项的通知》。2016年“偿二代”正式实施，行业整体偿付能力充足水平稳定，但呈下降趋势。部分寿险公司偿付能力正在逼近监管红线（核心偿付能力充足率低于50%，综合偿付能力充足率低于100%），而中法人寿及新光海航人寿两家寿险公司核心和综合偿付能力充足率均为负。2017年第四季度，人身险公司平均综合偿付能力充足率为245%。总体看，业务的发展及资本市场的变化将会增加寿险行业的风险管控的难度，从而使得偿付能力的提升承压。

近年来，业务规模的快速发展、资本市场的波动以及监管力度的加大对保险公司偿付能力带来不利影响，资本补充需求较大。保险公司资本补充力度逐年加大，主要通过股东增资、发行资本补充债券等方式补充资本。2017年，监管机构在从严从重加强保险资金运用监管背景下，资本补充债发行申请通过数量较上年同期显著下降，全年人身险行业审批通过发行不超过35亿元。与此同时，部分保险公司寻求通过增加注册资本的方式补充资本，2017年人身险公司累计补充注册资本金211.90亿元。总体看，虽然保险行业偿付能力保持充足水平，但部分人身险公司补充资本的需求仍然存在，另外，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

在保险行业快速发展的同时，为保证中国保险行业长期健康发展，控制保险行业整体风险，2017年以来，保监会不断加强对保险公司股东监管等公司治理规范，并针对保险市场主体在偿付能力、产品开发、业务经营、资金运用等方面存在的乱象问题，相继发布一系列监管措施。

在整体政策方面，2017年，保监会发布了“1+4”系列文件，“1”是指《中国保监会关于进一步加强保险监管维护保险业稳定健康发展的通知》，反映保险监管工作的“强监管”总体

思路。“4”是指四个落实文件，分别为《关于进一步加强保险业风险防控工作的通知》、《关于强化保险监管打击违法违规行为整治市场乱象的通知》、《关于弥补监管短板构建严密有效保险监管体系的通知》和《关于保险业支持实体经济发展的指导意见》。“1+4”系列文件明确了保险业应着力防范的风险类别及需要重点整治的市场乱象，包括整治虚假出资以解决资本不足问题；整治公司治理乱象以提升治理机制有效性；整治资金运用乱象以遏制违规投资、激进投资行为；整治产品不当创新以坚决清退问题产品；整治理赔难以提高理赔服务质量和效率；整治违规套取费用以规范市场经营行为；整治数据造假以摸清市场风险底数等。

人身险业务方面，2017年5月，保监会发布了《关于规范人身保险公司产品开发设计行为的通知》（下称“134号文”），指出自2017年10月1日起，快速返还型的两全保险及年金保险被明确限制销售，万能险与投资连结险也不能再以附加险的形式存在。134号文以鼓励开发产品类别和不得开产品类别两方面明确了人身险设计的具体细节；各项规定直指行业此前主销产品，使得行业绝大部分保险公司的许多产品都面临更替。此外，监管层先后下发了《关于进一步加强人身保险公司销售管理工作的通知》和《保险销售行为可回溯管理暂行办法》，从保险营销和保险销售两个环节对人身险销售进行了规范。

资金运用方面，保监会进一步规范险资运用，2017年6月，保监会发布了《关于进一步加强保险公司关联交易管理有关事项的通知》，主要针对近年各行业资本争相进入保险业，低成本的保险资金通过层层嵌套的金融手段流动于关联方，为此保监会提出“穿透式”认定关联交易行为，有利清晰保险业资产质量和管控风险。此外，保监会下发《关于开展保险资金运用风险排查专项整治工作的通知》，重点对权益投资、另类投资以及金融产品、不动产和境外投资领域，实施穿透式检查，严格控制增量风险。保监会不断加强保险资金运用监管，治理非理性举牌、境

外收购等乱象，控制保险资金进入房地产领域，严禁保险资金直接和间接投资商业住宅，规范保险机构内保外贷业务，取消通道业务等，使得保险资金激进投资得到有效遏制。

公司治理方面，因认定“公司治理出了问题”是保险业主要乱象的根源所在，强化公司治理监管就成为了2017年及2018年以来的一大监管重点。2017年，保监会下发《保险公司股权管理办法（征求意见稿）》，并于2018年正式发布，旨在通过降低大股东持股比例上限至三分之一，防止险企成为大股东提款机。此外，保监会还完善了险企公司章程、信息披露、关联交易等方面的监管制度，并出台质询制度，全面强化公司治理监管。

偿付能力制度建设方面，2017年9月，保监会发布《偿二代二期工程建设方案》，正式启动偿二代二期工程。偿二代二期工程计划用三年左右的时间，围绕服务实体经济、防控金融风险、深化金融改革三项任务，结合金融工作新要求、保险监管新问题、科技发展新趋势，进一步改进和完善偿二代监管体系，并重点解决险企资本不实、非理性举牌等问题。

此外，在风险治理方面，2017年，保监会已经公开披露37份监管函，同比增加125%。涉及公司治理、产品、电销不合规、超业务范围经营、偿付能力不达标、资产类别调整、车险业务违规、投资管理等各个方面。公司治理方面的监管函最多，包括股权代持、内控管理、合规经营等各个方面。

2018年以来，监管机构进一步加强对金融业的协同监管体系建设，2018年3月，根据国务院发布的机构改革方案，银监会和保监会合并，组建中国银行保险监督管理委员会，作为国务院直属事业单位，对银行业和保险业进行统一监管。自此，我国金融监管的新框架正式落地，由此前的“一行三会”升级为“一委一行两会”。银监会与保监会的合并为我国金融业尤其是银行和保险行业统一监管标准、减少沟通成本、防止监管套利等奠定了基础；有助于

强化银行和保险行业的综合监管，同时优化监管资源配置，推动银行保险业稳健发展。

总体看，国内保险监管越来越强调保险产品的保障功能，险资运用监管趋严，信息披露更加充分，控风险成为主要基调。逐步健全的监管体系、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。

四、公司治理与内部控制

1. 公司治理

珠江人寿于2012年经保监会批准，由广东珠江投资控股集团有限公司（以下简称“珠江控股”）等五家公司共同发起设立，设立时注册资本为人民币6.00亿元；经过多次增资扩股，注册资本增至67.00亿元，无实际控制人。珠江人寿股东单位共7家，其中民营企业5家、国有法人股东2家，持股比例分别为89.71%和10.29%。公司股东珠江控股和广东韩建投资有限公司为关联方，共计持有公司40.45%的股份。公司第一大股东珠江控股是国内知名的大型多元化控股民营企业集团，经营领域涵盖金融投资、商贸物流、教育及医疗产业、咨询服务及科技信息业务等领域，全资或控股公司48家；截至2017年末，珠江控股总资产为166.81亿元，净资产92.28亿元；2017年实现净利润1.44亿元。

珠江人寿按照《公司法》、《保险法》和《公司章程》等法律法规的要求，建立起了由股东大会、董事会、监事会和高级管理层构成的“三会一层”公司治理架构，并逐步完善制度体系，各主体能够实现独立运作、有效制衡。

股东大会是珠江人寿的权力机构。近年来，珠江人寿能够按照公司章程要求召开股东大会，就董事会工作报告、监事会工作报告、财务决算与预算方案、利润分配方案、增资扩股计划、资产战略配置规划、公司长期发展规划等重大事项进行讨论并形成有关决议。

董事会是珠江人寿的经营决策机构。珠江人

寿董事会由9名董事构成,其中执行董事2名,股东非执行董事4名,独立董事3名;董事长翟素文先生兼任广东珠江投资股份有限公司董事及副总裁;4名非执行董事分别由珠江控股委派3名,广州金融控股集团有限公司委派1名。董事会下设风险管理委员会、审计委员会、提名薪酬委员会、投资决策委员会和战略发展规划委员会。近年来,珠江人寿多次召开董事会会议,审议通过了偿付能力报告、重大投资事项、关联交易事项、年度预算方案等多项议案。

监事会是珠江人寿的监督机构。珠江人寿监事会由3名监事构成,其中职工监事1名,股东监事2名。近年来,珠江人寿监事会成员按照《公司法》、《公司章程》等法律法规履行职责,通过召开监事会会议、列席董事会和高级管理层会议等方式,对公司的重大决策事项、重要经济活动进行审议,对公司董事、管理层等执行公司职务的行为进行监督,并对公司经营和财务状况进行检查,较好地发挥了监督作用。

高级管理层是珠江人寿的执行机构。珠江人寿高级管理层由9名成员组成,其中总经理1名、副总经理2名、总经理助理2名、总经理助理兼财务负责人兼董事会秘书1名,总精算师1名、合规负责人1名、审计负责人1名;公司总裁、董事会秘书和审计责任人由董事长提名,其他高级管理人员由总裁提名,经董事会聘任并上报监管机构核准任职资格;公司总裁兼总经理胡国萍先生为公司执行董事,曾任职多家大型保险企业,具有丰富的保险行业经验;公司总经理助理廖方和先生兼任公司董事会秘书和财务负责人。珠江人寿高级管理人员学历较高,具有丰富的保险行业经营管理经验,且不存在股东单位兼职情况,有助于提高公司专业化的营运水平。

2017年8月和10月,原中国保监会向珠江人寿下发了《中国保监会监管函》(监管函[2017]22号、31号)(以下简称“监管函”),

指出珠江人寿在公司治理、“三会一层”运作、公司章程及资金运用等方面存在的问题,并提出了限时整改要求。整改后,公司分别于2017年9月和11月向原中国保监会递交了整改情况报告,相关各项整改计划均已完成,公司治理架构得到进一步完善。

总体看,珠江人寿不断完善公司治理架构,现有公司高级管理层人员均拥有丰富的保险业经验,有助于公司治理水平的不断提升。

2. 内部控制

珠江人寿按照《保险法》、《保险公司内部控制基本准则》和《寿险公司内部控制评价办法(试行)》等要求,建立了内部控制三道防线,并构建了由董事会负最终责任、管理层直接领导、内控职能部门统筹协调、审计部门检查监督、各业务单位负首要责任的内部控制组织架构。

珠江人寿以监管函下达的整改目标为契机,不断完善公司治理架构,修订公司章程,并配套修改完善了股东大会、董事会、监事会及各专业委员会共8个议事规则,全面推动公司制度的完善;同时公司全面加强关联交易管理,两次修订了《珠江人寿关联交易管理暂行办法》,进一步规范关联交易的识别和审批流程,并建立关联交易识别与定期报送机制,同时每半年更新完善关联方信息档案;此外,公司对信息披露工作进行了全面梳理,进一步完善信息披露管理办法。

珠江人寿审计部负责拟定公司内部审计制度、执行内部稽核审计及进行内部控制评价等工作。近年来,珠江人寿逐步建立健全内部审计制度和内部审计流程体系,完善审计报告路径,推动审计信息系统上线。珠江人寿审计职能不断调整完善,对现有审计职能实施团队重组、制度梳理,并优化项目执行及整改追踪。珠江人寿多次开展内部审计工作,审计范围涵盖业务经营、人员管理、风险管理等角度,并就发现的问题下达整改通知,督促相关部门及时进行整改。

总体看,珠江人寿自监管函下发后内部控制体系逐步完善,合规经营意识增强,内部审计职

能不断优化提升。

3. 发展战略

珠江人寿制定了 2017-2019 年三年发展规划，坚持“创新发展、财务稳健”的经营方针，继续通过产品创新、渠道创新和投资创新来带动公司的发展，在市场缝隙中寻找新的业务增长点，在某一类型的产品领域成为行业的领先者，努力成为具有鲜明特色的新型保险公司。

珠江人寿制定三年发展目标是：充分利用广东保险市场的良好环境，建立稳固的根基，并以此为基础逐步开拓全国市场；坚持以客户利益为导向，为客户提供有竞争力的保障方案和全面服务；不断优化业务结构，逐步加大期缴及保障功能突出的产品的销售；并结合股东资源优势，充分发掘潜在客户群体。为实现上述目标，珠江人寿分别从业务发展、机构发展、偿付能力管理、资本管理、风险管理、基础管理及保障措施等方面制定详细的三年发展方针和政策。

总体看，珠江人寿战略目标明确，有利于在竞争日趋激烈的寿险市场中形成差异化竞争优势，同时战略措施的推进以及与股东合作的加强，也将有助于其公司业务综合发展以及盈利水平的提升。

五、业务经营分析

1. 保险业务

2016 年，珠江人寿加大对传统寿险产品的营销力度，使得其原保险保费收入规模大幅增长；2017 年以来，受产品结构调整，部分中短期产品到期停售等因素影响，致使原保险保费收入规模较上年度有所下降，其市场份额及排名均有所下降。根据中国银保监会官网统计数据，2017 年，珠江人寿原保险保费收入市场占有率 0.39%，在 85 家寿险公司中位居第 33 位，珠江人寿原保险保费收入总规模及市场排名有所波动，但整体呈现快速上升趋势；规模保费收入市场占有率为 0.79%，在 85 家寿险公

司中位居第 24 位（见附录 2：表 1）。

从原保险保费产品结构和期限分析来看，珠江人寿保险业务产品种类包括普通寿险、分红险、健康保险和意外伤害保险。近年来，得益于趸缴保险业务收入的大幅增长，珠江人寿传统寿险业务收入整体呈较好增长态势；但 2017 年以来，珠江人寿按照监管要求，调整业务结构，2017 年 4 月后全面停售中短存续期产品，保险业务收入较上年度明显下降。2017 年，珠江人寿实现保险业务收入 102.56 亿元，其中传统寿险业务收入 101.60 亿元，占保险业务收入的 99.06%；分红寿险业务收入 0.14 亿元，占保险业务收入的 0.14%，规模及占比均呈下降趋势；健康险业务收入 0.61 亿元，占保险业务收入的 0.59%，规模呈增长趋势，但比重仍较小；另有少量的意外伤害险业务收入。从保费期限结构来看，珠江人寿保险业务收入以趸缴保费收入为主，近年来，由于新业务转型调整，期缴业务首年保费收入占比较快提升，但仍处于较低水平，未来业务转型效果需持续关注。2017 年，珠江人寿趸缴保费收入 92.50 亿元，占保险业务收入的 90.19%，期缴业务首年保费收入 9.24 亿元，占保险业务收入 9.01%，规模及占比均较之前年度大幅提升（见附录 2：表 3）。

近年来，珠江人寿万能险业务规模整体呈下降趋势，2017 年，部分中短期业务到期，新产品的申请审批需要一定期限，为确保流动性充足，珠江人寿适度在产品过渡期发售一定规模的万能险产品，致使 2017 年万能险产品保费规模较上年有所增长。2015-2017 年，珠江人寿保户投资款新增交费分别为 210.08 亿元、92.39 亿元和 152.60 亿元。从规模保费看，珠江人寿规模保费呈持续增长，且不断调整保险业务结构，2017 年原保险保费规模下降为产品结构调整过渡期（见附录 2：表 2），整体原保险保费规模在规模保费中的占比呈现向好趋势。

珠江人寿主要通过银行及分支机构等渠道开拓保险业务，且主要分支机构集中在广东省区域内。珠江人寿主要通过银保渠道拓展保险业务，设立银行保险部，专门负责管理银行的合作

渠道，以及银保业务营销的开拓和维护。近年来，珠江人寿先后与中国银行、农业银行、工商银行、建设银行和邮储银行签订了全国性的合作协议，并在分支机构所在区域与区域性竞争优势明显及网点覆盖面广的区域性商业银行开展合作，合作银行包括广州农商银行、北京农商银行、顺德农商银行等经营历史较长、自身实力较强的机构。截至 2017 年末，珠江人寿银保业务合作渠道共 9 家。2016 年以来，珠江人寿银保渠道对保费收入的贡献度较高且保持稳定，银保渠道实现保费收入占全部保费收入的比例维持在 95% 以上。2017 年，珠江人寿银保渠道实现保费收入占全部保费收入的比例为 97.35%（见附录 2：表 4）。另一方面，珠江人寿不断通过培养业务人员营销能力，积极开展个险及团险业务。截至 2017 年末，珠江人寿上述两种渠道业务实现保费收入占全部保费收入的比例分别为 0.84% 和 1.23%，占比较小，但整体规模增速较快。

2016 年，珠江人寿开始实施中国风险导向的偿付能力体系，珠江人寿基于中国精算师协会颁布的《精算实践标准：人身保险内含价值评估标准》的相关规定计算内含价值和一年新业务价值。按照风险贴现率 11.5% 的中心假设计算，珠江人寿内含价值情况见附录 2：表 5。近年来，受保险产品结构转型影响，珠江人寿内含价值呈现快速增长趋势。截至 2017 年末，珠江人寿内含价值为 130.95 亿元，其中，长期险业务对内含价值的贡献度较高，短期险业务价值相对较低。从新业务价值来看，珠江人寿正处于转型期，新业务价值整体增速较快但仍处于较低水平，截至 2017 年末，珠江人寿新业务价值为 4.16 亿元。

近年来，珠江人寿保险业务赔付支出相对稳定且处于较低水平，但由于现有业务期限集中于中短期带来一定的存续期满后退保问题。近年来，珠江人寿退保金规模大幅增长，综合退保率明显上升。2017 年，珠江人寿综合退保率为 18.27%（见附录 2：表 6）。

2018 年以来，珠江人寿持续推进业务结构

调整，上半年公司实现保险业务收入 39.59 亿元，以传统寿险为主。从保险业务营销渠道来看，银保代理渠道对保险业务收入的贡献度仍保持在较高水平。2018 年 1-6 月，珠江人寿实现规模保费 75.33 亿元，其中，保户投资款新增交费 35.74 亿元。赔付支出方面，2018 年上半年，珠江人寿累计赔付支出 3.52 亿元，以年金给付支出为主。

2. 投资业务

珠江人寿设立了投资管理中心，负责投资业务操作，设立投资审批部负责资金运用的风险控制。近年来，珠江人寿以实体项目为主体，通过不断加大北上广深地区优势实体项目的拓展力度，为公司获得长期、稳定的投资收益奠定较好的基础；同时，不断拓展股票、债券、基金和存款等投资品种，形成了多元化的资产配置体系。近年来，随着保险业务的快速发展，珠江人寿可运用的保险资金规模逐年扩大，带动投资资产规模明显上升。截至 2017 年末，珠江人寿投资资产净额 607.48 亿元。

从投资资产标的来看，珠江人寿投资品种以权益类资产、不动产类资产和其他金融资为主，另有部分银行存款、货币基金和债券等。权益类资产方面，珠江人寿以股票、基金和未上市股权投资为主，其中未上市股权投资包括直接股权投资和间接股权投资，投资标的包括互联网公司、航空公司、医疗产业公司和新材料等。截至 2017 年末，珠江人寿权益类资产投资余额 143.18 亿元，占投资资产总额的 23.57%；其中股票占比 17.03%，未上市企业股权和股权投资基金合计占比 82.81%，股票/混合型基金投资占比低。近年来，珠江人寿不断加大资金信托计划的投资力度，但将其占上季末总资产的比重控制在 25% 以内，交易对手以渤海信托和长安信托为主，底层资产行业分布较为均衡，投资期限集中在 3-5 年，2017 年末资金信托计划投资余额 138.63 亿元，占投资资产总额的 22.82%。不动产投资方面，珠江人寿房地产项目主要集中于北京、上海、广州等区域，另有部分地级市的万达房地产项

目，2017年末不动产投资余额181.40亿元，占投资资产总额的29.86%，占比处于较高水平；不动产投资期限以5年期为主，资产的流动性及短期变现能力较弱；其中，对于子公司上海圆泉房地产开发有限公司投资金额共计48.64亿元，单一客户集中度较高；公司不动产投资收益率主要集中在7%-13%之间，处于较高水平。此外，珠江人寿配置了一定比例的银行存款、债券、理财产品以及货币基金和买入返售金融资产等流动性工具。截至2017年末，珠江人寿银行存款余额43.40亿元，主要是资本保证金存款及协议存款，其中协议存款期限为4-5年，满一年后可随时支取；债券投资余额7.00亿元，为政策性金融债和保险公司资本补充债；货币基金余额17.07亿元；理财产品投资余额21.50亿元（见附录2：表7）。

近年来，得益于投资品种的多元化和投资团队较好的投研能力及业务拓展能力，珠江人寿投资收益率处于行业较高水平，但受资本市场收益率下行以及强监管环境下投资渠道受限等因素影响，投资收益率呈下降趋势。2015-2017年，珠江人寿综合投资收益率分别为9.31%、9.30%和8.72%。

2018年以来，受保险业务规模收缩的影响，珠江人寿投资资产规模有所减少，且占资产总额的比重有所下降，投资结构基本保持稳定。截至2018年6月末，珠江人寿投资资产净额556.61亿元，2018年上半年，珠江人寿综合投资收益率为5.26%。

整体看，珠江人寿投资资产以权益工具、资金信托计划和不动产投资等高收益资产为主，实现了高于行业平均水平的投资收益；但另一方面，珠江人寿房地产行业投资规模及集中度均处于较高水平，在宏观经济下行和强监管的环境下，信托行业违约事件频发，且房地产行业政策变化易对不动产投资产生影响，投资资产面临的相关风险值得关注。

3. 经营绩效

珠江人寿营业收入主要由已赚保费和投

资收益构成。近年来，受产品结构调整的影响，珠江人寿营业收入呈现较大波动，2015-2017年分别实现营业收入25.93亿元、184.92亿元和150.09亿元。2016年，受监管政策影响，珠江人寿调整产品结构，在减少万能险业务规模的同时，大幅增加传统寿险业务规模，保险业务收入显著增长；但2017年以来，随着监管加大对产品销售端的限制，寿险业务规模下降带动保险业务收入有所下降。2015-2017年，珠江人寿分别实现已赚保费1.19亿元、150.93亿元和102.49亿元，分别占营业收入的4.57%、81.62%和68.30%。投资收益方面，珠江人寿投资收益以利息收入和买卖价差收入为主；得益于投资资产规模的持续增长和较好的资金运用策略，珠江人寿投资收益实现稳步增长。2015-2017年，珠江人寿分别实现投资收益24.42亿元、33.34亿元和42.51亿元，分别占营业收入的94.15%、18.03%和28.33%；公允价值变动损益规模小。

珠江人寿营业支出包括退保金、提取保险责任准备金、手续费及佣金支出和业务及管理费等。近年来，随着业务结构的变化，珠江人寿退保金呈逐年上升趋势，但整体退保规模较小，2015-2017年退保金支出分别为0.07亿元、1.15亿元和4.10亿元。珠江人寿提取的保险责任准备金均来源于原保险合同，2015-2017年分别提取保险责任准备金3.17亿元、149.26亿元和109.99亿元，主要为提取的寿险责任准备金。从成本管控方面来看，2017年，珠江人寿综合费用率为13.00%，手续费及佣金率为4.46%，成本管控水平较好（见附录2：表8）。

近年来，珠江人寿合并口径净利润呈现一定的波动。2015-2016年，得益于保险业务的快速发展和投资收益的稳步提升，珠江人寿净利润明显增长；但2017年以来，受保险合同负债评估折现率曲线调整的影响，寿险及长期健康险责任准备金计提规模相应增加5.20亿元，导致珠江人寿发生净亏损。2015-2017年，珠江人寿分别实现净利润0.42亿元、5.38亿元和-0.70亿元。从盈利指标来看，2015-2016年，珠江人寿总资产收益率分别为0.11%和0.95%，净资产收益率

分别为 1.37%和 9.75%。

2018 年上半年，珠江人寿实现营业收入 58.63 亿元，其中已赚保费 39.50 亿元，投资收益 14.89 亿元；营业支出 58.86 亿元，其中退保金 73.05 亿元，提取保险责任准备金-34.28 亿元。2018 年上半年，珠江人寿发生净亏损 0.35 亿元。

整体看，受业务结构调整的影响，珠江人寿营业收入波动较大，得益于多元化的资产配置体系和较好的资金运用策略，投资收益稳步增长，整体盈利能力尚可。

六、风险管理分析

珠江人寿根据《保险公司偿付能力监管规则（1-17 号）》及公司章程等相关规章制度，结合自身实际情况，建立了以《偿付能力风险管理纲要》为纲，七大类风险管理办法、风险偏好管理办法和各类风险实施细则为辅的“1+7+1+N”风险管理制度体系，组建了董事会负最终责任、管理层直接领导、风险管理职能部门牵头、各职能部门共同参与的风险管理组织体系。

珠江人寿不断建立健全全面风险管理体系，持续防范经营管理风险，将经营活动中的各类风险控制在与公司经营目标相适应的可接受的范围内，主要采取了以下措施：一是加强制度建设，制定和实施一系列内部管理制度，优化内部控制与管理流程，持续提升执行力，提高风险管理效率，建立风险管理长效机制；二是建立风险持续监控机制，采用定性及定量监测、评估及超限额处置机制，及时识别风险，提出应对建议并及时报告；三是通过合规检查、专项排查、风险自查、内外部审计监督等方式，组织协调公司内部风险的识别与防范工作，促进风险管理制度贯彻执行；四是推动风险管理文化建设，积极开展对全体员工的风险管理宣导工作，增强全体员工的风险管理意识，将风险管理文化融入企业文化建设中。

1. 保险风险管理

珠江人寿面临的保险风险是指由于死亡率、疾病率、赔付率、退保率、继续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。珠江人寿通过对现有业务进行不同风险因素的情景分析和敏感性测试，结合行业经验数据，评估保险产品的承保风险，并按需采取相应的风险应对策略。珠江人寿制定了各项保险业务及相关风险的管理办法等多项管理制度，涵盖产品开发、核保、理赔、在售产品管理、准备金评估、再保险管理等环节，明确了各环节责任人审批流程，确定保险风险容忍度及风险限额，按季度计量和监测保险风险。

保险风险管理方面，珠江人寿加强产品管理，包括产品经验分析、市场分析、在售产品分析以及产品上市后跟踪评估；建立产品长效预警机制，监控产品退保率、费用率、投资收益率等指标，以便在发生重大偏离时采取必要措施；完善承保规则，不断提高核保和理赔管理技术，有效应对潜在的死亡率和疾病率偏差率；加强理赔调查专业管理、提升理赔调查人员专业技能，确保保险事实核定，有效识别保险欺诈行为。对于退保风险，主要通过制定针对性措施，包括完善分红策略，加强评估预警，优化应急预案等方法应对。

近年来，珠江人寿业务死亡率、赔付率等与定价假设差异较小，损失发生风险变化不大。珠江人寿从2016年开始推动业务模式由趸缴向期缴转变，2016年13个月保费继续率较其他年度明显下降，2017年个险和银保渠道业务保费的13个月保费继续率分别为78.31%和72.38%，均较之前年度显著提升；2018年以来，上述两个指标持续提升，2018年第二季度个险和银保渠道业务保费13个月继续率分别达到83.05%和97.47%，处于行业较好水平。由于珠江人寿存量业务以银保中短期产品为主，随着保险期限到期逐步出现集中满期或退保给付，传统业务新契约保费规模增长相对缓慢，退保金规模大幅增长，综合退保率上升较快。同时，考虑到珠江人寿处于产品结

构过渡期，新保业务以中长期产品为主，未来保险风险仍处于可控范围内。

珠江人寿通过敏感性分析来衡量准备金计算过程中采用的重要假设对准备金计量的影响，包括死亡率、发病率、费用以及退保率等。近年来，珠江人寿计提的保险责任准备金呈上升态势。2017年，珠江人寿计提保险责任准备金110.00亿元，年末保险合同准备金余额为264.19亿元（见附录2：表9）。

2. 投资风险管理

投资风险是指为了防范化解在投资决策、投资运营等环节可能出现的各类风险。珠江人寿制定并完善了《投资风险限额管理办法》、《信用风险管理办法》和《投资业务重大突发事件应急预案实施细则》等，按照独立制衡、全面控制、适时适用、责任追究和透明性原则，不断建立完善投资风险管理体系和制度体系，采用专门投资风险管理和方法对投资风险进行评估。珠江人寿组建了由董事会、投资决策委员会和资产管理中心构成的投资决策体系，投资审批部是投资风险管理体系的具体执行部门，负责定期开展市场风险、信用风险监测，撰写风险管理报告，建立风险监测和分析模型，不断提高投资业务的风险管理水平，保障投资管理业务经营目标的实现。

（1）信用风险管理

信用风险是指公司的债务人或交易对手到期未能支付本金或利息而引起经济损失的风险。珠江人寿通过及时更新信用风险交易对手库，加强对交易对手违约风险的动态监控，重点关注财务状况、偿付能力状况、担保及抵押情况及内外部评级状况等；针对重点风险行业、区域、交易对手，做好信用风险监测与识别，开展信用风险压力测试和集中度分析，在不同情景下对信用风险状况和集中度进行分析，并提出防范风险指导意见。

从投资产品来看，珠江人寿投资资产中固定收益类产品占比不高，主要包括固定收益类

资产管理产品、中高等级债券及投资性存款；债券投资包括政策性金融债和保险公司资本补充债券等；存款交易对手均为信用评级较高的大型国有及股份制商业银行，交易对手违约风险较小；固定收益类资产管理产品方面，珠江人寿资产管理计划产品底层资产均为标准化产品，外部评级集中在AA及以上级别，并且持续加强投后管理工作。珠江人寿持有的资金信托主要为融资类信托计划，投资期限3-5年，发起机构主要为渤海信托和长安信托。珠江人寿持续加强投后管理工作，定期对涉及交易对手违约风险的信托计划、资产管理产品等进行压力测试。2015-2017年，珠江人寿不断加大信托投资计划的投放力度；2018年一季度以来，受偿付能力充足率水平限制，珠江人寿未新增非标产品投资。2017年末，珠江人寿对信托产品进行了压力情景测试，假设占总信托投资额20%的信托违约，在担保人无法履行保证义务且抵质押资产变现贬值率达40%的极端不利的情景下，其信用损失为3.50亿元，损失率为2.86%，测试结果反映其面临的信用风险可控。此外，珠江人寿持有一定规模的不动产债权，投资标的为房地产项目，约占投资资产的30%左右规模，主要集中于北京、上海、广州等经济较发达区域，由于房地产行业受国家宏观经济政策调控影响较大，需关注房地产行业风险对公司投资风险的传递。整体看，在当前资本市场信用事件爆发频率不断升高的环境下，需关注交易对手的信用风险及资产流动性风险。

近年来，珠江人寿进一步加强了重疾责任以及意外身故责任等的再保险安排，在再保险公司的选择上需满足以下条件：再保险公司最新财务实力需满足标准普尔评级不低于A；实收货币资本金不低于2亿元人民币；偿付能力符合监管规定；再保险合同起期的前2个会计年度无重大违法违规行为。

（2）市场风险管理

市场风险是指由于利率、权益价格、房地产价格、汇率等不利变动，导致遭受非预期损失的风险。珠江人寿持续研究宏观经济、外部政策及

股票市场环境，运用有效技术手段高频率监测市场风险关键指标，适时调整资产配置及投资指引，同时借助委托投资管理人的投资研究能力和风险管控能力，加强市场风险防范。

价格风险是指因投资价格的不稳定性而造成对当期损益的影响。珠江人寿面临市场价格风险主要为交易性金融资产和可供出售金融资产中的上市公司股票及股票型基金；为防范因权益价格变动而造成的市场风险，珠江人寿对股票和股票型基金的持仓比例呈增长趋势，但整体规模和投资资产中的比例不高。根据珠江人寿测算，2017年末，假设上证指数下降20%，公司所持有的股票和混合型基金的可能损失额约为3.74亿元，权益价格风险可控。

利率风险是指金融工具的公允价值或未来现金流量因利率变动而发生波动的风险。珠江人寿面临的利率风险主要包括投资性存款和以公允价值计量的债权投资资产。珠江人寿采用敏感性分析方法衡量利率变动对相关资产市值产生的影响。根据珠江人寿测算，2017年末，公司持有的政策性金融债券及次级债券约为7.0亿元，对于债券，保持其他条件不变，假设利率上升150个基点，公司债券资产损失额约为0.23亿元，同业存单损失额约为3.74万元。整体看，珠江人寿面临的利率风险较低。

3. 流动性风险管理

珠江人寿面临的流动性风险是指无法及时获得充足资金或无法及时以合理成本获得充足资金，以支付到期债务或履行其他支付义务的风险。珠江人寿面临的流动性风险主要来源于三个方面：一是退保及赔付支出大幅高于预期；二是保费收入大幅低于预期；三是固定收益类资产违约导致资产流入大幅减少。

由于珠江人寿业务结构以中短期保险产品为主，保费收入中银保渠道占比较高，易受市场环境变化及突发事件影响。近年来，随着监管政策趋严及业务发展战略调整，珠江人寿面临新业务保费下降及集中退保风险有所增

加，万能账户经营现金流入规模减少。为此，珠江人寿明确在保持适度发展业务规模下开展价值转型，推动保险业务向长期型、保障型转变；加强资产负债匹配管理，提升投资管理能力，改变原有负债驱动资产或资产驱动负债的单方面发展模式；采取短期融资、流动资产变现、出售非流动资产的方式解决流动性问题，保证流动性满足日常经营需要；建立流动性风险月度滚动预测模型，高频预测和监测公司流动性风险，对未来可能发生的流动性风险进行及时预警并采取相应风险缓释措施。

从现金流情况来看，受收到保户储金及投资款净增加额规模变化影响，经营性现金净流入规模有所波动；投资性现金流净流出规模明显收缩，主要是受收到买入返售金融资产收到的现金大幅增长所致；受回购金融资产款支付的现金的增长影响，筹资活动产生的现金流由净流入转为净流出（见附录2：表10）；2017年末珠江人寿现金及现金等价物余额为46.01亿元，整体现金流保持充裕。

2018年上半年，珠江人寿呈现较大规模退保现象，主要是由于前期业务期限集中于中短期带来一定的存续期满后退保问题，1-6月退保金金额为73.05亿元，基本符合产品设计的退保率假设。根据珠江人寿精算假设及2018年第二季度流动性压力测试结果显示，退保和费用支出在现金流中占比较大，赔付对现金流的影响不显著，但由于业务萎缩，退保大幅提升，个别季度出现净现金流为负的情形；为此，珠江人寿按照资产负债现金流和久期匹配的原则进行资产配置，已充分考虑未来的现金流情况，并建立现金流预警机制且同时在投资已考虑资产的可变现性，故截至2018年第二季度末公司流动性保持充裕。

总体看，当期市场环境变化及业务结构调整为珠江人寿短期流动性管理带来一定挑战。珠江人寿推动保险业务向长期型、保障型业务转型，通过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；本期资本补充债的发行将有助于缓解其转型期业务拓展带来的资本约束。

整体看，珠江人寿面临的流动性风险可控。

七. 偿付能力分析

珠江人寿提供了 2015-2017 年和 2018 年上半年偿付能力报告，瑞华会计师事务所（特殊普通合伙）对 2015-2017 年偿付能力报告进行了审计，并出具了标准无保留的审计意见。2018 年上半年偿付能力报告未经审计。

2015 年，根据中国保监会《保险公司偿付能力管理规定》（保监会[2008]1 号令）口径计算，珠江人寿认可负债主要为保户储金和应付分保款项，认可资产主要是投资资产和应收分保账款。截至 2015 年末，珠江人寿认可负债余额 574.03 亿元，认可资产余额 581.02 亿元；认可资产负债率为 98.80%（见附录 2：表 11）。

2016-2017 年，根据中国保监会《保险公司偿付能力监管规则（1-17 号）》（保监发[2015]22 号）口径计算，珠江人寿认可负债主要由未到期责任准备金和保户储金及投资款组成，认可资产以投资资产为主。2016-2017 年，珠江人寿投资资产快速增长，带动认可资产规模大幅增加；未到期责任准备金和保户储金及投资款均保持较快增长，认可负债明显上升。截至 2017 年末，珠江人寿认可负债余额 579.71 亿元，认可资产余额 661.93 亿元；认可资产负债率为 87.58%（见附录 2：表 12）。

近年来，珠江人寿主要通过增资扩股和利润留存的方式补充资本。2014 年 7 月和 12 月，公司引入新股东并分别增加注册资本 7.50 亿元和 15.00 亿元；2015 年 3 月、10 月和 12 月，分别增加注册资本 6.00 亿元、7.50 亿元和 5.50 亿元；2016 年 3 月和 7 月，分别增资 8.50 亿元和 11.00 亿元，将股本增至 67.00 亿元。截至 2017 年末，珠江人寿实际资本余额 82.22 亿元，其中核心一级资本余额 70.51 亿元；最低资本余额 80.66 亿元。从偿付能力来看，由于公司发展速度较快，加之投资资产中不动产

投资和非标投资规模较大，对资本消耗明显，且按《保险公司股权管理办法》相关持股比例规定，珠江人寿主要股东难以对公司进行增资，因此，偿付能力充足性指标有所下降。截至 2017 年末，珠江人寿核心偿付能力充足率为 87.42%，综合偿付能力充足率为 101.94%，接近监管红线 100%，资本面临一定的补充问题。

2018 年以来，受寿险责任准备金下降的影响，珠江人寿认可负债规模较年初有所减少；同时，投资资产规模带动认可资产规模相应减少。截至 2018 年 6 月末，珠江人寿认可负债余额 525.69 亿元，认可资产余额 608.86 亿元，认可资产负债率为 86.34%；实际资本余额 83.17 亿元，其中核心一级资本余额 71.45 亿元；最低资本余额 80.42 亿元；核心偿付能力充足率为 88.85%，综合偿付能力充足率为 103.42%。本期资本补充债券发行成功后，将对资本起到较大的补充作用，偿付能力充足率将得到一定程度的改善。

八. 本期债券偿付能力分析

截至本报告出具日，珠江人寿无发行且尚在存续期的资本补充债券。假设本期珠江人寿资本补充债券发行规模为 18 亿元，以 2017 年末的财务数据为基础，珠江人寿净利润、可快速变现资产、股东权益对本期资本补充债券本金的保障倍数见表 4。总体看，可快速变现资产和股东权益对本期资本补充债券的保障程度较强。

表 4 珠江人寿债务保障情况 单位：亿元/倍

项目	发行后
资本补充债券本金	18.00
净利润/资本补充债券本金	-0.04
可快速变现资产/资本补充债券本金	13.18
股东权益/资本补充债券本金	3.95

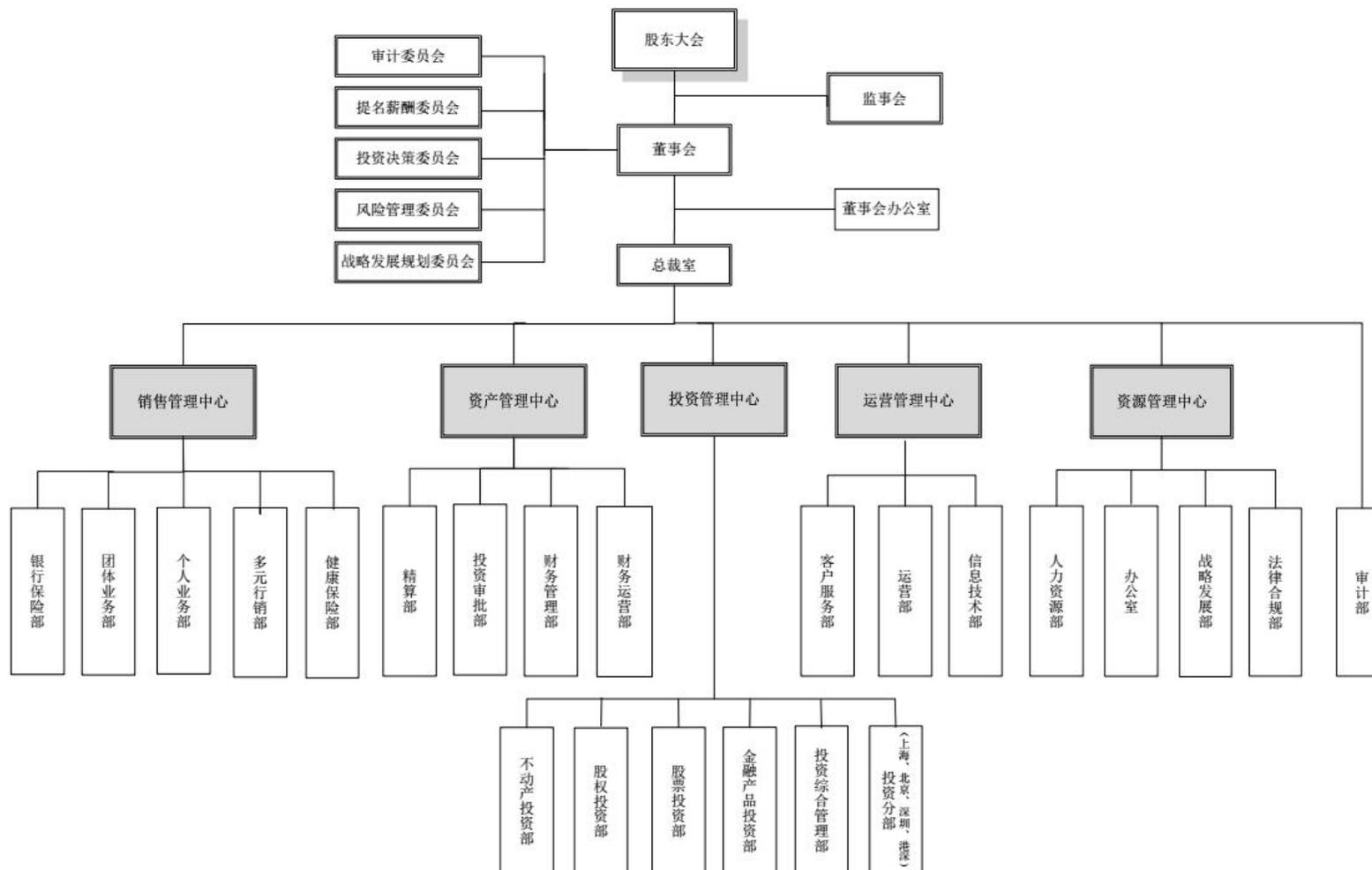
数据来源：珠江人寿审计报告，联合资信整理。

九. 评级展望

珠江人寿保险股份有限公司成立于 2012 年，为民营性质寿险公司，持续的增资扩股使其

资本实力不断增强，行业排名整体提升较快。近年来，公司不断完善公司治理机制和风险控制体系建设，为业务的发展提供了良好的保障；保险业务收入和规模保费收入较快增长，市场竞争力不断提高，银保渠道规模保费在广东省区域内有较强的竞争力；2016年以来，珠江人寿逐步调整业务结构，产品结构得以改善；公司投资收益处于行业较好水平。但另一方面，公司保险业务以银保渠道为主，业务渠道结构有待平衡发展；公司投资资产中权益类资产、不动产类资产和其他金融资产投资规模较大，需持续关注市场风险、交易对手信用风险及资产的流动性风险；公司综合偿付能力充足率接近监管红线100%，第一大股东增资受限，面临一定资本补充压力。同时，需关注到保险费率改革和市场竞争的加剧将会对寿险行业的盈利水平和风险管理产生一定压力。综上，联合资信认为，在未来一段时期内，珠江人寿保险股份有限公司信用水平将保持稳定。

附录 1 组织架构图



附录 2 主要财务数据及指标

表 1 业务经营及市场排名 单位：亿元/%

项目	2017 年	2016 年	2015 年
原保险保费收入	102.56	151.00	1.19
原保险保费收入市场份额	0.39	0.70	0.01
原保险保费收入市场排名/市场家数	33/85	25/77	67/75
规模保费	255.08	243.41	211.28
规模保费市场份额	0.79	0.68	0.87
规模保费市场排名/市场家数	24/85	28/77	23/75

数据来源：中国银保监会官网数据，联合资信整理。

表 2 保险业务收入结构 单位：亿元

项目	2017 年	2016 年	2015 年
传统寿险	101.60	150.28	0.35
分红寿险	0.14	0.18	0.33
健康险	0.61	0.41	0.27
意外险	0.21	0.13	0.23
原保险保费	102.56	151	1.19
万能险	152.52	92.41	210.09
规模保费	255.08	243.41	211.28

数据来源：珠江人寿审计报告，联合资信整理。

表 3 保险业务收入期限结构 单位：亿元

项目	2017 年	2016 年	2015 年
趸缴保费收入	92.50	149.96	0.34
期缴业务首年保费收入	9.24	0.59	0.55
期缴业务续期保费收入	0.81	0.45	0.29
合计	102.56	151.00	1.19

数据来源：珠江人寿审计报告，联合资信整理。

表 4 保险业务营销渠道结构 单位：亿元/%

项目	2017 年		2016 年		2015 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
银保渠道	248.32	97.35	231.82	95.24	114.71	54.29
个险渠道	2.13	0.84	1.62	0.67	0.67	0.32
团险渠道	3.13	1.23	3.81	1.57	0.32	0.15
多元渠道	1.50	0.59	6.15	2.53	95.57	45.24
合计	255.08	100.00	243.41	100.00	211.28	100.00

数据来源：珠江人寿审计报告，联合资信整理。

注：因统计单位为亿元，故会出现 0.00 亿元情况。

表 5 内含价值情况 单位：亿元

项目	2017 年	2016 年	2015 年
有效业务价值	48.73	-	8.93
公司内含价值	130.95	-	48.96

新业务价值	4.16	-	1.61
-------	------	---	------

数据来源：珠江人寿内含价值报告及提供数据，联合资信整理。

表 6 珠江人寿退保及赔付情况

单位：亿元/%

项目	2017 年	2016 年	2015 年
退保金	4.10	1.15	0.07
赔付支出	0.42	0.28	0.20
综合退保率	18.27	0.74	2.58

数据来源：珠江人寿审计报告及偿付能力报告，联合资信整理。

表 7 珠江人寿投资资产

单位：亿元/%

项目	2017 年末		2016 年末		2015 年末	
	余额	占比	余额	占比	余额	占比
流动性资产	57.00	9.38	42.21	9.97	38.52	11.64
货币型基金	17.07	2.81	11.00	2.60	9.65	2.92
活期存款	36.73	6.05	21.24	5.02	27.95	8.44
逆回购协议	1.55	0.26	9.98	2.36	0.92	0.28
短期融资券	1.65	0.27	-	-	-	-
固定收益类资产	65.77	10.83	23.08	5.45	21.84	6.60
银行存款	43.40	7.14	13.40	3.16	11.90	3.60
债券	7.00	1.15	7.16	1.69	3.05	0.92
固收类资管产品	15.37	2.53	2.52	0.60	6.88	2.08
权益类资产	143.18	23.57	112.83	26.64	114.33	34.55
股票	24.38	4.01	12.06	2.85	12.90	3.90
股票/混合型基金	0.05	0.01	-	-	11.14	3.37
权益类资管产品	0.19	0.03	0.24	0.06	0.30	0.09
股权投资基金	92.90	15.29	74.91	17.69	61.60	18.61
未上市企业股权	25.68	4.23	25.62	6.05	28.40	8.58
不动产类资产	181.40	29.86	129.24	30.52	79.18	23.92
投资性房地产	181.40	29.86	129.24	30.52	79.18	23.92
信托计划	138.63	22.82	116.12	27.42	77.10	23.29
银行理财	21.50	3.54	-	-	0.03	0.01
投资资产总额	607.48	100.00	423.48	100.00	330.97	100.00
投资资产收益率		8.72		9.30		9.31

数据来源：珠江人寿上报监管口径数据，联合资信整理。

注：因四舍五入效应致使合计数据存在一定误差。

表 8 珠江人寿收益情况

亿元/%

项目	2017 年	2016 年	2015 年
营业收入	150.09	184.92	25.93
已赚保费	102.49	150.93	1.19
保险业务收入	102.56	151.00	1.19
投资收益	42.51	33.34	24.42
营业支出	150.23	179.86	25.57
退保金	4.10	1.15	0.07
提取保险责任准备金	109.99	149.26	3.17

手续费及佣金支出	4.57	5.20	0.63
业务及管理费	8.40	7.20	4.89
净利润	-0.70	5.38	0.42
综合费用率	13.00	8.49	567.40
手续费及佣金率	4.46	3.45	52.93
总资产收益率	-	0.95	0.11
净资产收益率	-	9.75	1.37

数据来源：珠江人寿审计报告，联合资信整理。

表9 保险责任准备金计提情况

单位：亿元/%

项目	2017年	2016年	2015年
年末保险合同准备金余额	264.19	154.19	4.91
当年提取保险责任准备金	110.00	149.30	3.09

数据来源：珠江人寿审计报告，联合资信整理。

注：1.保险合同准备金包括未到期责任准备金、未决赔偿准备金、寿险责任准备金及长期健康险责任准备金；
2.当年提取保险责任准备金=提取保险责任准备金+提取未到期责任准备金-摊回保险责任准备金。

表10 珠江人寿现金流情况

单位：亿元

项目	2017年	2016年	2015年
经营活动产生的现金流量净额	126.96	84.18	145.36
投资活动产生的现金流量净额	-102.78	-113.83	-160.37
筹资活动产生的现金流量净额	-10.19	33.15	27.50
现金及现金等价物净增加额	13.99	3.51	12.50
期末现金及现金等价物余额	46.01	32.02	28.51

数据来源：珠江人寿审计报告，联合资信整理。

表11 2015年珠江人寿偿付能力情况

单位：亿元/%

项目	2015年末
认可资产	581.02
认可负债	574.03
实际资本	6.99
最低资本	1.18
认可资产负债率	98.80
资产认可率	94.61
偿付能力充足率	592.26

数据来源：珠江人寿偿付能力报告，联合资信整理。

注：数据口径为《保险公司偿付能力管理规定》（保监会[2008]1号令）。

表12 2016-2017年珠江人寿偿付能力情况

单位：亿元/%

项目	2017年末	2016年末
认可资产	661.93	498.67
认可负债	579.71	429.04
实际资本	82.22	69.63
其中：核心一级资本	70.51	62.40
最低资本	80.66	55.94
认可资产负债率	87.58	86.04
资产认可率	94.28	95.66
核心偿付能力充足率	87.42	111.55

综合偿付能力充足率	101.94	124.48
-----------	--------	--------

数据来源：珠江人寿偿付能力报告，联合资信整理。

注：数据口径为《保险公司偿付能力监管规则（1-17号）》（保监发[2015]22号）。

附录3 人寿保险公司主要财务指标计算公式

投资类资产	交易性金融资产+衍生金融资产+买入返售金融资产+定期存款+可供出售金融资产+持有至到期投资+贷款及应收款项类投资+保户质押贷款+长期股权投资+投资性房地产+拆出资金+存出资本保证金+其他资产中投资性房地产计入存货部分金额
可快速变现资产	货币资金+交易性金融资产+买入返售金融资产+可供出售金融资产(扣除股权投资和资产管理产品)+定期存款
手续费及佣金率	手续费及佣金支出/保险业务收入×100%
综合费用率	(分保费用+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) / (保险业务收入-分出保费) ×100%
平均投资资产收益率	(投资收益+公允价值变动损益-投资类资产的资产减值损失) / 投资类资产平均资金占用×100%
实际资本	认可资产-认可负债
认可资产负债率	认可负债/认可资产×100%
资产认可率	资产净认可价值/资产账面价值×100%
偿付能力充足率	实际资本/最低资本×100%
赔付率	(赔付支出+退保金) / 保险业务收入×100%
退保率	退保金 / (上期末长期责任准备金+本期长期险保费收入) ×100%
总资产收益率	净利润 / [(期初资产总额+期末资产总额) / 2] ×100%
净资产收益率	净利润 / [(期初净资产总额+期末净资产总额) / 2] ×100%
股东权益/资产总额	股东权益/资产总额×100%

注：银行存款包括定期存款和存出资本保证金。

附录 4-1 保险公司主体长期信用评级的等级设置及其含义

联合资信保险公司长期债券等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。除AAA级，CCC级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。详见下表：

信用等级设置	含义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
C	不能偿还债务

附录 4-2 保险公司中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信保险公司债券中长期信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

附录 4-3 评级展望设置及其含义

联合资信评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。联合资信评级展望含义如下：

评级展望设置	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级提升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调低的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能提升、降低或不变

联合资信评估有限公司关于 珠江人寿保险股份有限公司 2019 年第一期资本补充债券的跟踪评级安排

根据相关监管法规和联合资信有关业务规范，联合资信将在本期债项信用等级有效期内持续进行跟踪评级，跟踪评级包括定期跟踪评级和不定期跟踪评级。

珠江人寿保险股份有限公司应按联合资信跟踪评级资料清单的要求及时提供相关资料。联合资信将在本期债项评级有效期内每年至少完成一次跟踪评级，在公司年报披露后 3 个月内发布跟踪评级结果和报告。同时，每季度出具一次跟踪评级信息公告。

珠江人寿保险股份有限公司或本期债项如发生重大变化，或发生可能对珠江人寿保险股份有限公司或本期债项信用等级产生较大影响的重大事项，珠江人寿保险股份有限公司应及时通知联合资信并提供有关资料。

联合资信将密切关注珠江人寿保险股份有限公司的经营管理状况、外部经营环境及本期债项相关信息，如发现珠江人寿保险股份有限公司出现重大变化，或发现存在或出现可能对珠江人寿保险股份有限公司或本期债项信用等级产生较大影响的事项时，联合资信将就该项进行必要调查，及时对该项进行分析，据实确认或调整信用评级结果。

如珠江人寿保险股份有限公司不能及时提供跟踪评级资料，导致联合资信无法对珠江人寿保险股份有限公司或本期债项信用等级变化情况做出判断，联合资信可以终止评级。

联合资信将指派专人及时与珠江人寿保险股份有限公司联系，并按照监管要求及时出具跟踪评级报告和结果。联合资信将按相关规定报送及披露跟踪评级报告和结果。