

信用等级公告

联合〔2020〕2285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及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持珠江人寿保险股份有限公司主体长期信用等级为 AA，珠江人寿保险股份有限公司 2019 年第一期资本补充债券（18 亿元）、2019 年第二期资本补充债券（8.5 亿元）、2019 年第三期资本补充债券（5 亿元）和 2020 年第一期资本补充债券（3.5 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
二〇二〇年七月十七日



珠江人寿保险股份有限公司

2020年跟踪评级报告

本次跟踪评级结果

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：2020年7月17日

上次跟踪评级结果

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7月22日

主要数据

项目	2017年末	2018年末	2019年末
资产总额(亿元)	702.08	687.47	795.55
负债总额(亿元)	630.91	624.22	728.67
保险合同准备金(亿元)	264.19	169.60	114.25
股东权益(亿元)	71.17	63.25	66.87
注册资本(亿元)	67.00	67.00	67.00
核心偿付能力充足率(%)	87.42	87.03	75.89
综合偿付能力充足率(%)	101.94	102.48	122.37

项目	2017年	2018年	2019年
营业收入(亿元)	150.09	83.57	81.00
已赚保费(亿元)	102.49	42.05	33.11
净利润(亿元)	-0.70	-3.28	-0.21
投资收益(亿元)	42.51	30.77	34.64
投资资产收益率(%)	8.72	5.06	7.06
综合退保率(%)	18.27	29.92	18.02
综合费用率(%)	13.00	28.87	41.01
手续费及佣金率(%)	4.46	6.67	8.38
总资产收益率(%)	--	--	--
净资产收益率(%)	--	--	--

数据来源：珠江人寿提供，联合资信整理

分析师

郎朗 余淼

电话：010-85679696

传真：010-85679228

邮箱：lianhe@lhratings.com

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号
中国人保财险大厦17层(100022)

网址：www.lhratings.com

评级观点

联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对珠江人寿保险股份有限公司（以下简称“珠江人寿”或“公司”）的评级反映了其公司治理水平较好、银保渠道不断拓宽、投资收益水平较好以及行业发展前景较好等有利因素。同时，联合资信也关注到，公司权益及不动产投资规模较大、保险业务收入下降、核心偿付能力水平较低以及行业竞争加剧等因素对公司未来经营发展及信用水平可能带来的不利影响。

未来，珠江人寿将持续推动业务转型，加大期缴业务占比，不断推动业务价值提升。另一方面，珠江人寿核心偿付能力补充面临一定困难，且业务持续发展将进一步加大对核心资本的消耗。此外，公司保险业务收入规模持续下降，需关注相关业务发展及盈利情况。

综上，联合资信评估有限公司确定维持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（18亿元）、2019年第二期资本补充债券（8.5亿元）、2019年第三期资本补充债券（5亿元）和2020年第一期资本补充债券（3.5亿元）的信用等级为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资本补充债券的违约风险很低。

优势

- 公司治理不断优化。**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。
- 银保渠道持续拓宽。**公司银保渠道持续拓宽，在广东省区域内有较强的竞争力。
- 投资收益较好。**得益于多元化的资产配置体系，公司投资收益率处于行业较好水平。
- 保险行业发展向好。**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

1. **权益资产、不动产类资产及其他金融资产投资规模较大。**需持续关注公司权益资产、不动产类资产及其他金融资产的市场风险、交易对手信用风险及资产的流动性风险。
2. **保费收入有所下降。**受业务结构调整影响，公司保费收入规模有所下降，未来业务发展及盈利水平需持续关注。
3. **核心偿付能力有待提升。**公司核心偿付能力水平较低，未来需持续关注偿付能力状况变化情况。
4. **市场环境波动。**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，符合真实性、准确性、完整性要求。。

四、本报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因该公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

六、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债项到期兑付日有效；根据后续跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

珠江人寿保险股份有限公司

2020年跟踪评级报告

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(以下简称“珠江控股”)、广州金融控股集团有限公司(以下简称“广州金控”)、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(以下简称“韩建投资”)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2019年末,珠江人寿注册资本为67.00亿元,无实际控制人,其中,公司股东珠江控股和韩建投资为关联方,共计持有公司40.45%的股份,股东持股情况见表1。

表1 2019年末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
广东韩建投资有限公司	10.30
广东新南方集团有限公司	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:珠江人寿公司章程,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;经中国银保监会批准的其他业务。

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、湛江共9家地市级分公司以及13家营销服务部;在职员工1495人。

截至2019年末,珠江人寿资产总额795.55亿元,其中投资资产余额691.86亿元;负债总额728.67亿元,其中保险合同准备金合计114.25亿元;股东权益66.87亿元;注册资本67.00亿元,核心偿付能力充足率为75.89%,综合偿付能力充足率为122.37%。2019年,珠江人寿实现营业收入81.00亿元,其中已赚保费33.11亿元,投资收益34.64亿元;净亏损0.21亿元。

珠江人寿注册地址:广州市天河区珠江东路421号301、401房。

珠江人寿法定代表人:张军洲。

二、已发行债券概况

截至本报告出具日,珠江人寿存续期内的资本补充债券共35亿元,债券概况见表2。

表2 资本补充债券概况

债券简称	规模	利率	期限	付息频率
19珠江人寿01	18亿元	6.25%	(5+5)年	年付
19珠江人寿02	8.5亿元	6.25%	(5+5)年	年付
19珠江人寿03	5亿元	6.25%	(5+5)年	年付
20珠江人寿01	3.5亿元	6.25%	(5+5)年	年付

数据来源:中国货币网,联合资信整理

三、营运环境分析

1. 宏观经济与政策环境分析

(1) 宏观经济环境

2019年以来,在世界大变局加速演变更趋明显,国际动荡源和风险点显著增多,全球经济增长放缓的背景下,中国经济增速进一步下滑,消费价格上涨结构性特征明显,财政收支缺口扩大,就业形势基本稳定。

经济增速继续下行。2019年以来中国经济增速继续下行,全年GDP同比增长6.1%(见

表3)，为2008年国际金融危机以来之最低增速；其中一季度累计同比增长6.4%，前二季度累计同比增长6.3%，前三季度累计同比增长均为6.2%，逐季下滑态势明显。2020年一季度，

受到史无前例的新冠肺炎疫情的严重冲击，GDP同比增长-6.8%，是中国有GDP统计数据以来首次出现大幅负增长。

表3 2016—2020年一季度中国主要经济数据

项 目	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年一季度
GDP(万亿元)	73.6	78.7	84.0	89.2	18.4
GDP增速(%)	6.8	6.9	6.7	6.1	-6.8
规模以上工业增加值增速(%)	6.0	6.6	6.2	5.7	-8.4
固定资产投资增速(%)	8.1	7.2	5.9	5.4	-16.1
社会消费品零售总额增速(%)	10.4	10.2	9.0	8.0	-19.0
出口增速(%)	-1.9	10.8	7.1	5.0	-11.4
进口增速(%)	0.6	18.7	12.9	1.6	-0.7
CPI增幅(%)	2.0	1.6	2.1	2.9	4.9
PPI增幅(%)	-1.4	6.3	3.5	-0.3	-0.6
城镇失业率(%)	4.0	3.9	4.9	5.2	5.9
城镇居民人均可支配收入增速(%)	5.6	6.5	5.6	5.0	-3.9
公共财政收入增速(%)	4.5	7.4	6.2	3.8	-14.3
公共财政支出增速(%)	6.4	7.7	8.7	8.1	-5.7

注：1. 增速及增幅均为同比增长情况

2. 出口增速、进口增速统计均以人民币计价

3. GDP增速、城镇居民人均可支配收入增速为实际增长率，规模以上工业增加值增速、固定资产投资增速、社会消费品零售总额增速为名义增长率，GDP为不变价规模

4. 城镇失业率统计中，2016-2017年为城镇登记失业率，2018年开始为城镇调查失业率，指标值为期末数

数据来源：联合资信根据国家统计局和wind数据整理

2019年消费和固定资产投资增长持续处于回落状态，对外贸易总额同比减少，2020年一季度三大需求全面大幅收缩。2019年，社会消费品零售总额同比增长8.0%，较上年下滑1.0%，其中网上零售额10.6万亿元，同比增长16.5%。全国固定资产投资（不含农户）同比增长5.4%，比上年低0.5个百分点。从主要投资领域看，制造业投资增速为3.1%，比上年低6.4个百分点；基础设施投资增速为3.8%，与上年持平；房地产投资增速为9.9%，比上年高0.4个百分点。民间投资增速为4.7%，比上年低4.0个百分点；国有投资增速为6.8%，比上年高4.9个百分点。2019年，货物进出口总额31.54万亿元，同比增长3.4%，增速比上年回落6.3个百分点。其中，出口增长5.0%，进口增长1.6%。进出口顺差2.92万亿元，同比扩

大25.4%。对欧盟、东盟、美国、日本进出口分别增长8.0%、14.1%、-10.7%和0.4%，对“一带一路”沿线国家进出口9.27万亿元，增长10.8%。2020年一季度，社会消费品零售总额、全国固定资产投资完成额（不含农户）和货物进出口总额分别同比增长-19.0%、-16.1%和-6.4%，三大需求在疫情冲击下全面大幅收缩。

2019年工业生产较为低落，服务业较快发展，2020年一季度工业和服务业同步大幅下降。2019年，国民经济第一产业、第二产业和第三产业增加值分别增长3.1%、5.7%和6.9%，占GDP比重分别为7.1%、39.0%和53.9%。全国规模以上工业增加值同比实际增长5.7%，增速较上年同期回落0.5个百分点；2019年工业企业营业收入和利润总额分别同比增长3.8%和-3.3%，工业

企业经济效益较差。2019 年全国规模以上服务业企业营业收入和营业利润分别同比增长 9.4% 和 5.4%，服务业增长势头较好。2020 年一季度，国民经济第一产业、第二产业和第三产业增加值分别同比增长-3.2%、-9.6% 和-5.2%，全国规模以上工业增加值同比增长-8.4%，工业企业营业收入和利润总额分别同比增长-15.1% 和-36.7%。全国规模以上服务业企业营业收入同比增长-12.2%（1—2 月数据），工业和服务业生产同步大幅下降。

居民消费价格涨幅上升，生产价格同比下降。2019 年，居民消费价格指数（CPI）同比上涨 2.9%，涨幅比上年扩大 0.8 个百分点，其中食品价格全年上涨 9.2%，涨幅比上年提高 7.4 个百分点；非食品价格上涨 1.4%，涨幅比上年回落 0.8 个百分点。不包括食品和能源的核心 CPI 温和上涨 1.6%，涨幅比上年回落 0.3 个百分点。2019 年，工业生产者出厂价格指数（PPI）同比下降 0.3%，比上年回落 3.8 个百分点。工业生产者购进价格指数（PPIRM）同比下降 0.7%，涨幅比上年回落 4.8 个百分点。2020 年一季度，CPI 和 PPI 分别累计同比增长 4.9% 和-0.6%，居民消费价格较上季度末进一步上升，生产者价格仍旧处于通缩区间。

财政收入增长放缓，支出保持较快增长，2020 年一季度财政收支同步下降、收支缺口更趋扩大。2019 年，全国一般公共预算收入 190382 亿元，同比增长 3.8%，增速比上年回落 2.4 个百分点。其中税收收入 157992 亿元，同比增长 1.0%；非税收入 32390 亿元，同比增长 20.2%。2019 年，全国一般公共预算支出 238874 亿元，同比增长 8.1%，增速比上年低 0.6 个百分点。从支出结构看，与基建投资相关的支出明显增长，城乡社区支出、科学技术支出、节能环保支出分别同比增长 16.1%、14.4% 和 18.2%。2019 年财政收支差额 4.85 万亿元，较去年同期大增 2.91 万亿元。2020 年一季度，全国一般公共预算收入 4.6 万亿元，同比增长-14.3%；支出 5.5 万亿元，同比增长

-5.7%。在经济全面大幅下降的背景下，财政收支同步下降，收支缺口较上年同期显著扩大。

就业形势基本稳定，但就业压力有所增大。2019 年在制造业生产收缩，服务业增长放缓的影响下，全国就业形势趋于严峻，全年调查失业率均在 5%（含）以上，较上年有所提高。制造业 PMI 和非制造业 PMI 的从业人员指数，2019 年全年一直在荣枯线以下，反映出企业对劳动力需求的收缩态势。2020 年 1—3 月，受疫情影响企业大面积停工停产的影响下，城镇调查失业率分别为 5.3%、6.2% 和 5.9%，3 月份有所回落，但较上年同期均有所提高。

（2）宏观政策环境

2019 年中国宏观政策的主基调是加强逆周期调节，保证经济运行在合理区间。财政方面，主要是大规模降税降费，落实个税改革政策，同时大幅扩大地方政府专项债券规模至 2.15 万亿元，为基建补短板和提高有效投资提供资金支持。货币金融方面，全年实施三次全面及定向降准，为市场注入了适度充裕的流动性，“三档两优”的存款准备金率框架初步形成；通过改革贷款基准利率形成机制降息并付诸实施，于 2019 年 8 月开启了 10 多年来新的降息进程，一年期 LPR 报价年内分三次下调 16 个基点，至 4.15%；五年期 LPR 从 4.85% 下调到 4.80%，引导信贷市场利率实质性下降。

2020 年一季度，面对突如其来的新冠肺炎疫情在全国以及全球的扩散蔓延，中国宏观政策统筹兼顾疫情防控和社会经济发展，促进企业复工复产，全力对冲疫情对经济生活的巨大负面影响。财税政策方面，主要是及时加大疫情防控支出、阶段性大规模减免及延缓征收企业税费、进一步提前下达地方政府债券额度等，大力减轻企业负担，增加有效投资。2020 年 2 月再一次提前下达专项债额度 2900 亿元，提前下达总额达到 1.29 万亿元，截至 3 月底，各地专项债发行规模

1.1 万亿元，重点用于交通基础设施、能源项目、农林水利、生态环保项目等七大领域的基础上。货币金融政策方面，金融调控及监管部门以缓解企业流动性困难为中心，运用多种政策工具，保持流动性合理充裕，降低企业融资成本，推动银行加大信贷投放，并对流动性遇到暂时困难的中小微企业贷款，给予临时性延期还本付息安排，开启绿色通道便利企业债券融资等系列政策措施，为对冲疫情负面影响创造了较好的货币金融环境。年初至4月20日，一年期LPR报价二次下调30个基点，至3.85%；五年期二次下调15个基点至4.65%。4月3日央行决定对中小银行定向降准1个百分点，并下调金融机构在央行超额存款准备金利率至0.35%，推动银行向中小微企业增加信贷投放。此外，在疫情发生早期，央行设立了3000亿元的防疫专项再贷款，主要用于重点企业抗疫保供，一半以上投向中小微企业；2月底，央行新增5000亿元的再贷款再贴现额度，下调支农支小再贷款利率0.25个百分点；3月底，国常会确定新增中小银行再贷款再贴现额度1万亿元，进一步加强对中小微企业的金融支持。

（3）宏观经济及政策前瞻

2020年一季度经济运行数据反映出，史无前例的新冠肺炎疫情对中国经济造成了严重的冲击，当前经济发展面临的挑战前所未有，形势依然严峻。一是由于疫情尚未彻底解除，依然面临内防反弹、外防输入的艰巨防疫任务，国内消费投资难以在短时间内快速恢复；同时生产端快于需求端恢复造成的库存压力以及稳就业间接形成的人工成本的上升，共同压缩企业利润空间导致投资受到掣肘；而居民收入的下降以及对经济悲观预期形成的消费意愿下降，叠加对疫情感染的担忧造成的消费被动减少，导致二季度消费难以持平去年同期水平。二是随着疫情的“全球大流行”，世界各国为加强疫情防控，居民消费和企业生产活动均受到限制，

导致大量订单取消、外需严重收缩，同时国内厂家需要的关键原材料及配件设备等进口难以为继，对中国经济恢复形成极大阻力。内外需求双双呈现疲弱态势，对二季度经济恢复造成压力，预计二季度经济增长依然存在较大的压力，同比增速大概率在低位运行，但环比情况会有很大的好转，经济V字形反转难以实现，全年大概率呈U形走势。

面对如此严峻复杂的经济形势，未来宏观政策将以更大力度对冲疫情影响，防止阶段性冲击演变为趋势性变化为主线。2020年4月17日召开的中央政治局会议，在强调要加大“六稳”工作力度的基础上，首次提出保居民就业、保基本民生、保市场主体、保粮食能源安全、保产业链供应链稳定、保基层运转的“六保”目标任务，表示要坚定实施扩大内需战略，维护经济发展和社会稳定大局，为当前及未来一个时期的宏观政策定下了基调。会议指出，积极的财政政策要更加积极有为，提高赤字率，发行抗疫特别国债，增加地方政府专项债券，提高资金使用效率，真正发挥稳定经济的关键作用。稳健的货币政策要更加灵活适度，运用降准、降息、再贷款等手段，保持流动性合理充裕，引导贷款市场利率下行，把资金用到支持实体经济特别是中小微企业上。具体安排上，会议确定要释放消费潜力，扩大居民消费，适当增加公共消费。要积极扩大有效投资，实施老旧小区改造，加强传统基础设施和新型基础设施投资，促进传统产业改造升级，扩大战略性新兴产业投资。要着力帮扶中小企业渡过难关，加快落实各项政策，推进减税降费，降低融资成本和房屋租金，提高中小企业生存和发展能力。要保持中国产业链供应链的稳定性和竞争力，促进产业链协同复工复产达产。这些政策措施表明，未来财政货币政策可能进一步积极宽松。同时也应看到，由于中国宏观杠杆率较高，政府和企业部门债务负担本来已经较重，政府和企业的收入仍面临惯性下降的不确定性风险，上

述财政和货币政策的空间仍然受到诸多因素的约束，难以大规模扩张，宏观政策仍需在稳经济和防风险之间取得平衡。

2. 人身险行业发展概况

(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，人身险公司资金成本长期来看维持在稳定合理水平。2019年以来，在监管趋严及人身险公司回归稳健业务增长模式的背景下，行业面临的保险风险逐步降低。随着人身险公司将业务中心转向长期期缴型及保障型产品的业务转型初见成效，且部分保险公司加大对年金类产品的开发和营销力度，人身险保费增速有所加快。2019年，我国人身险

业务原保险保费收入 3.10 万亿元，同比增长 13.76%。其中，普通寿险实现原保险保费收入 2.28 万亿元，同比增长 9.80%；健康险业务实现原保险保费收入 0.71 万亿元，同比增长 29.70%。资产方面，截至 2019 年末，寿险公司总资产 16.96 万亿元，资产增速有所加快。

人身险公司市场集中度方面，截至 2019 年末，根据 wind 数据统计，在 86 家人身险公司（中资公司 59 家，外资公司 27 家）中，原保险保费收入前 10 的人身保险公司市场份额合计占比仍保持在 70% 以上（见表 3），我国人身险行业市场集中度仍处于较高水平。从人身险公司集中度来看，前 8 家人身险公司市场排名基本保持稳定；2019 年，前海人寿和中邮人寿得益于较好的营销策略和相应的产品开发，原保险保费收入排名升至行业前 10。此外，外资人身保险公司原保险保费收入合计市场份额为 9.31%，市场占有率较上年度上升 1.21 个百分点，但仍处于在较低水平。

表 4 人身保险公司市场集中度（原保险保费收入）

单位：%

排名	2017 年		2018 年		2019 年	
	公司	占比	公司	占比	公司	占比
1	国寿股份	19.67	国寿股份	20.42	国寿股份	19.22
2	平安人寿	14.17	平安人寿	17.02	平安人寿	16.70
3	安邦人寿	7.28	太保人寿	7.67	太保人寿	7.18
4	太保人寿	6.68	华夏人寿	6.03	华夏人寿	6.18
5	泰康人寿	4.43	太平人寿	4.71	太平人寿	4.75
6	太平人寿	4.38	新华人寿	4.66	新华人寿	4.67
7	新华人寿	4.20	泰康人寿	4.47	泰康人寿	4.42
8	人保寿险	4.08	人保寿险	3.57	人保寿险	3.32
9	华夏人寿	3.34	富德生命人寿	2.73	前海人寿	2.59
10	富德生命人寿	3.09	天安人寿	2.23	中邮人寿	2.28
	合计	71.31	合计	73.49	合计	71.31

数据来源：2017、2018 年数据来自银保监会网站，2019 年数据来自 wind，联合资信整理

人身险公司业务结构方面，我国人身保险产品按照保障范围可划分为寿险、健康保险和意外保险。近年来，我国寿险产品原保险保费收入占比维持在较高水平，但占比整

体呈下降的趋势，健康保险保费收入占比整体呈上升态势，2019 年，我国寿险业务原保险保费收入占人身险业务的 76.80%，健康险业务占 21.01%。随着监管大力推动“保

险姓保”，投资型保险产品的发展受到较大影响，中短期万能险产品不断叫停，近年来万能险业务规模整体大幅下降；但 2019 年以来，部分处于业务转型期的中小保险公司，为维持总体业务规模的增长，相继推出中长期万能险或短期投资连结险产品，但整体业务规模不大且在监管要求范围内。

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。

此外，由于每年年初为险企“开门红”阶段，是全年保费收入的主要增长点；但 2020 年初，受新冠肺炎疫情影响，2 月份，各主要上市险企原保险保费收入同比增速均为下降趋势，主要是由于保险代理人及业务营销人员无法线下展业，同时居民对于现金流预期趋于保守，多数会暂缓保险产品消费；未来，随着疫情逐步得到控制，同时保险代理人逐步通过线上工作及展业，预计险企新单环比会有所改善。目前，疫情导致保险产品销售短暂受阻，但从长期看，疫情的冲击或将提高居民对风险的认识，进而刺激保险需求的提升，同时倒逼保险公司提升线上管理及销售能力实现行业进阶式发展，人身险行业发展有待持续关注。

(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，2019 年，寿险赔付金额和赔付率略有下降，健康险赔付金额和赔付率有所增

长，意外险赔付金额和赔付率相对稳定。2020 年以来，新冠肺炎疫情或对人身险公司赔付方面有一定影响，但一方面疫情涉及到的个体数量有限，另一方面各地政府前期已经承担了部分的医疗费用，尤其是武汉市政府承诺兜底除医保报销之外的相关费用，故此次新冠肺炎疫情对人身险公司承保利润的影响有限。

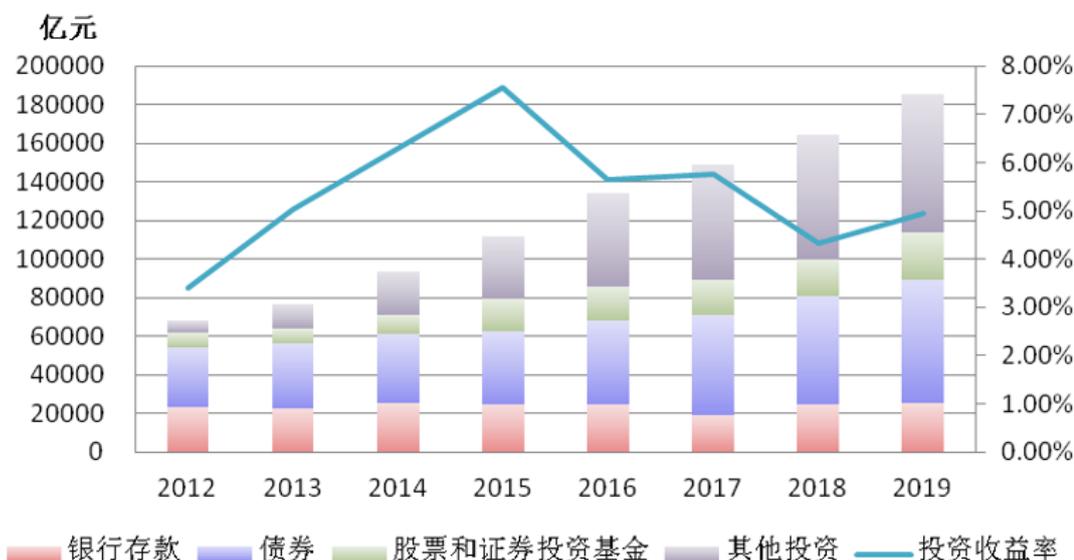
整体看，由于保险行业竞争日益激烈，保险公司为保持市场竞争力，逐步压缩承保利润空间；且由于保险资金运用金额大、占比高，保险公司盈利水平越来越依赖于投资收益。

投资收益方面，2019 年，保险资金运用投资收益呈现了前高后低的走势，但整体收益较上年度明显提升。2019 年初，股票市场整体表现向好，全年上证指数累计上涨 22.30%，多家险企抓住上半年快速上涨的行情，增加股票配置；同时险企对于优质公司的股权投资配置不断加大，并适当减少收益率较低的银行存款类和投资性房地产类资产的配置；此外，受近年来资本市场相继出现债券违约现象，险企在债券投资和准入方面更为审慎。截至 2019 年末，国内保险资金运用余额 18.53 万亿元，较上年末增长 12.91%。从投资资产结构来看，保险资金运用配置在保障安全性的前提下，根据市场环境有所调整，截至 2019 年末，银行存款与债券投资合计占总资金运用金额的比例为 48.18%，较 2018 年末下降 1.03 个百分点；股票和证券投资基金占比 13.15%，上升 1.44 个百分点；其他投资占比 38.67%，下降 0.41 个百分点。在其他投资中，长期股权投资是近年来保险资金运用的重要方向，投资规模逐年上升，截至 2019 年末保险资金运用于长期股权投资的规模为 19739 亿元；投资性房地产的规模为 1894 亿元，规模呈下降趋势；其他非标类投资呈下降趋势。总体看，2019 年，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；股票和证券投资基金在平稳增长

一段时间后受市场行情向好影响规模有所增长；非标类投资总额和占比持续下降（见图1）。2020年以来，受新冠肺炎疫情影响，多国金融市场呈现大幅下跌，从1、2月份我国主要经济运行数据来看，新冠疫情对当前经济运行造成了比较大的冲击，但是政府多项政策和措施的出台从另一方面稳定了当前经济形势。险企资金运用方面，一方面股票市场动荡对险企投资收益产生较大影响；另一方面，在疫情的影响下，信托公司

产品发行规模明显收缩，随着部分险资投资的非标资产相继到期，再投压力明显加大；同时，在利率下行的背景下，固定收益类资产收益不断下降，加之资本市场波动，预计未来保险公司资金配置压力将加大。但上述影响目前看来或为短期现象，随着疫情的控制、企业加快复工复产及政府加强经济发展政策的相继出台，2020年度长期情况有待观察。

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

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。2017年9月，原中国保监会发布实施偿二代二期工程建设方案，根据建设方案2018年5月，银保监会制定了《偿二代二期工程建设路线图和时间表》，共有36个建设项目，拟于2020年6月底前全部完成。根据73家已发布2019年第四季度偿付能力报告的人身险公司披露数据显示，与2019年第三季度相比，整体综合偿付能力充足率及核心偿付能力充足率数据均有所下滑，且仍有部分人身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%)。从统计结果看，华汇人寿的综合偿付能力充足率和

核心偿付能力充足率均高达1287.94%，排名第一；国富人寿、北京人寿、国宝人寿、三峡人寿分列第二至第五位，上述两项指标数值均相同，分别为742.66%、695%、551.22%、501.36%、444.13%；友邦中国、海保人寿、爱心人寿、渤海人寿、中美联泰大都会人寿两项指标在300%~500%之间；有13家公司两项指标均低于150%，包括中法人寿、前海人寿、珠江人寿、富德生命人寿、百年人寿、弘康人寿、华夏人寿、上海人寿、中融人寿、恒大人寿、天安人寿、建信人寿、君康人寿。同时，有3家公司核心偿付能力充足率低于100%，其中，中法人寿核心和综合偿付能力充足率均为负，是唯一不达标的人身险公司；前海人寿和珠江人寿核心偿付能力充足率分表为72.23%和75.73%，与50%的监管红

线相距不远。总体看，受业务结构调整及投资风险影响，人身险行业整体偿付能力充足水平有所下降，但行业抗风险能力仍处于较好水平；另一方面，业务的发展及资本市场的变化将会增加人身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。2019年，在监管机构从严从重加强保险资金运用监管背景下，偿付能力承压，险资申请资本补充债发行数量较上年同期有所增长，全年人身险行业审批通过发行416.5亿元（不含保险集团及再保险公司）。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，2019年人身险公司累计补充注册资本金83.46亿元；银保监会批复成立大家保险承接安邦保险全部业务，大家保险注册资本40.00亿元；首家外商独资保险控股公司安联（中国）保险控股有限公司于2019年11月经银保监会批复成立，注册资本27.18亿元。总体看，虽然人身险行业整体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，且银保监会也不断健全多样的资本补充工具，资本补充渠道将进一步丰富；同时，2019年银保监会开放外资保险公司持股比例上限，首家外商独资保险控股公司的成立也标志着中国保险行业对外开放进程加快。

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，2018年银保监会合并组建以来，监管机构不断加强对金融业的协同监管体系建设，在经历2017和2018年两个“严监管”年之后，2019年银保监会对保险公司开出的监管函、罚单数量、罚款金额都在同步缩减，也从侧面反映了

银保监会对保险行业严监管的成效。

2019年，全国保险监管系统累计公布了828张行政处罚决定书，共计罚款1.23亿元。2019年银保监会开出的罚单中，除针对保险机构的处罚外，针对个人的处罚明显增多，严格执行了机构与人员双罚制，处罚权力向派出机构下放且处罚金额上升，同时，保险中介机构依然为监管重点。

2019年以来，银保监会在官网公布的针对保险下发的规章及规范性文件达30多份，另有相关问题的通报20余份，涉及领域包括对外开放、险资投资、业务监管、渠道监管及营销整治等。

在保险业对外开放政策方面，2019年10月，国务院发布了关于修改《中华人民共和国外资保险公司管理条例》的决定；并于11月，发布《中华人民共和国外资保险公司管理条例实施细则》正式修订；12月，银保监会再次下发突破性对外开放文件，“将人身险外资股比限制从51%提高至100%的过渡期提前至2020年”“自2020年1月1日起，正式取消经营人身保险业务的合资保险公司（以下简称合资寿险公司）的外资比例限制，合资寿险公司的外资比例可达100%”，监管不断放宽外资持股比例限制，一方面表明我国保险业坚决的开放态度，另一方面意味着外资在中国保险市场中的话语权将会提高，越来越多的外资险企将落地中国保险市场。

在保险产品的监管方面，2019年，银保监会相继发布了《关于规范两全保险产品有关问题的通知》《关于近期人身保险产品问题的通报》《关于修改〈人身保险新型产品信息披露管理办法〉的决定（征求意见稿）》《关于财产保险公司备案产品条款费率非现场检查问题情况的通报》等相关文件。其中，人身险产品方面的2019年三次通报累计通报险企数量达80余家； these 问题是基于2018年银保监会开展的人身保险产品专项核查的后续处理；银保监会还针对特别产品进行相关规范，如《关于规范两全保险产品有关问题的通知》。总体看，无论是点名人身险产

品问题公司，还是进行财险产品费率厘定，亦或者细致到两全产品的规范等，均体现了监管在保险产品方面的监管不断细致、深化。

在机构合规化推进方面，2019年银保监会不断巩固保险业市场乱象治理成效、严防风险、并持续加大监管力度。2019年5月，银保监会下发《关于开展“巩固治乱象成果 促进合规建设”工作的通知》，对全年推进公司合规建设进行部署；11月，发布《关于印发银行保险机构公司治理监管评估办法（试行）的通知》，并首次提出了合规性评价和有效性评价两类指标，同时设置重大事项调降评级项，加大对公司治理有效性及公司治理失灵等突出问题的关注评价力度。同时，在促进机构合规化经营、规范化发展方面，银保监会还推出一系列的政策，如关于偿付能力监管规则，保险资产负债监管暂行办法、关联交易管理办法、治理监管评估办法、员工履职回避工作指导意见等各个方面都在出台相应的政策措施。

此外，2019年，银保监会还针对保险中介治理和维护消费者权益等方面，发布多项监管政策，使得保险行业在规范化的进程中稳步发展。

2020年1月3日，银保监会发布《关于推动银行业和保险业高质量发展的指导意见》，并指出，到2025年，实现金融结构更加优化，形成多层次、广覆盖、有差异的银行保险机构体系。《意见》从多方面多维度指出保险业发展要求，并再次强调要强化保险机构风险保障功能，同时积极推进外资保险机构的发展。《意见》提出发挥银行保险机构在优化融资结构中的重要作用，多渠道促进居民储蓄有效化转为资本市场长期资金；支持发展相互保险、健康和养老保险等机构；推动构建新型保险中介市场体系；完善农业保险大灾风险分散机制，加快设立中国农业再保险公司；增强出口信用保险市场供给能力，推进再保险市场建设，扩大巨灾保险试点范围；保险机构要提升风险定价、精细化管理、防灾防损、资产负债管理等

方面的专业能力，精准高效满足人民群众各领域的保险需求。

整体看，国内保险监管越来越强调保险产品的保障功能及消费者权益，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、加大对外开放力度、严格的监管政策以及相关支持政策均有助于国内保险公司持续稳健地经营和发展。

四、公司治理与内部控制

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

珠江人寿于2012年经银保监会批准，由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，其中民营企业法人股东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韩建投资为关联方，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。

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。董事会是珠江人寿的经营决策机构。目前，珠江人寿董事会由11名董事构成，其中董事长1名、执行董事2名、股东非执行董事2名、独立董事6名；2名非执行董事分别由珠江控股和广州金控各委派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、关联交易控制委

员会和战略发展规划委员会。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。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 10 名成员组成，其中总经理 1 名、副总经理 2 名、总经理助理 3 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、审计责任人 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；公司董事长张军洲先生，历任中国农业银行法律事务部总经理、广西区分行党委书记、行长、四川省分行党委书记、行长、公司业务部总经理、广东珠江金融投资有限公司总裁，2019 年 8 月起任珠江人寿董事长，具有丰富的金融从业和管理经验。

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。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。

珠江人寿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等多个议事规则，全面推动公司制度的完善；2019 年，公司增设风险管理部，制定《公司风险管理部岗位职责说明书》；客户服务部增设消费者权益保护处，制定《公司客户服务部岗位职责说明书》；运营部增设反欺诈管理岗，客户服务部、运营部、法律合规部及各分支机构等配置反洗钱专、兼职人员，进一步强化公司内部控制防线。

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。2019 年以来，珠江人寿进一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。2019 年，珠江人寿开展了涉及信息系统、反洗钱、关联交易等多个方面共计三十余项内部审计工作，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。珠江人寿在 2019 年第四季度风险综合评级（分类监管）评价中，被监管机构评定为 B 类。

关联交易方面，截至 2019 年末，珠江人寿关联投资余额 101.52 亿元，交易对手主要为珠江控股下属子公司或参股公司。其中其他金融资产类投资余额 9.90 亿元，不动产类投资余额为 40.50 亿元，未上市权益类投资余额为 51.12 亿元，各类投资占所属大类资产限额的比例均符合监管要求。

五、业务经营分析

1. 保险业务

受业务结构的持续调整，珠江人寿保费收入呈下降趋势，但随着期缴业务规模及占比不断提升，公司业务结构持续向好，带动公司业务价值增长，但仍需关注公司业务调整成效及长期保险业务发展情况。

2019 年以来，珠江人寿继续推进业务结构优化调整，加大期缴业务的规模及占比，推动高价值业务增长，趸缴业务规模大幅下降，导致珠江人寿整体保费收入较上年有所下降，其市场份额及排名均随之下降。2019 年，珠江人寿原保险保费收入市场占有率 0.11%，在 91 家人身险公司中位居第 58 位；规模保费收入市场占有率为 0.47%，在 91 家寿险公司中位居第 31 位（见表 5）。

表 5 业务经营及市场排名 单位：亿元、%

项目	2017 年	2018 年	2019 年
原保险保费收入	102.56	42.16	33.35
原保险保费收入市场份额	0.39	0.16	0.11
原保险保费收入市场排名/市场家数	33/85	49/91	58/91
规模保费	255.08	194.58	183.07
规模保费市场份额	0.79	0.56	0.47

规模保费市场排名/市场家数	24/85	25/91	31/91
---------------	-------	-------	-------

数据来源：中国银保监会官网数据及公司提供资料，联合资信整理

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传统寿险、分红险、健康险和意外伤害保险等。2019年以来，珠江人寿继续落实监管对保险公司发展中长期及保障型保险业务等要求，停售4款不符合规定的相关产品，压降趸缴保险业务规模，致使业务收入较上年有所下降。2019年，珠江人寿实现原保险业务收入33.35亿元（见表6），其中传统寿险业务收入30.50亿元，占保险业务收入的91.45%，规模及占比均有所下降；分红寿险业务收入0.91亿元，占保险业务收入的2.73%，规模及占比有所提高；健康险业务收入1.40亿元，占保险业务收入的4.20%，规模及占比有所提升；另有少量的意外伤害险业务收入。

表6 保险业务收入结构 单位：亿元

项 目	2017年	2018年	2019年
传统寿险	101.60	40.26	30.50
分红寿险	0.14	0.49	0.91
万能寿险	--	0.04	0.18
健康险	0.61	1.03	1.40
意外险	0.21	0.33	0.36
原保险保费	102.56	42.16	33.35
万能险	152.52	152.42	149.72
规模保费	255.08	194.58	183.07

数据来源：珠江人寿审计报告，联合资信整理

从保费期限结构来看，珠江人寿原保险保费收入结构发生较大变化，2019年以来，珠江人寿降低趸缴业务的推广力度，将营销资源重点配置在期缴业务营销方面，趸缴业务规模显著收缩，企业业务则呈现快速增长趋势。2019年以来，珠江人寿业务转型进一步落实，全年趸缴原保险保费收入1.96亿元，占原保险保费收入的5.88%；期缴业务首年保费收入13.65亿元，占原保险保费收入的40.93%，占比较之前年度大幅提升（见表7）。

表7 保险业务收入期限结构 单位：亿元

项 目	2017年	2018年	2019年
趸缴保费收入	92.50	23.68	1.96
期缴业务首年保费收入	9.24	8.93	13.65
期缴业务续期保费收入	0.81	9.54	17.73
合 计	102.56	42.16	33.35

数据来源：珠江人寿审计报告，联合资信整理

万能险业务方面，2019年以来，珠江人寿受业务结构调整优化等方面影响，原保险保费收入下降较明显，为确保流动性充足，珠江人寿适度开展一定规模的万能险产品，整体规模较上年有所下降。2019年，珠江人寿保户投资款新增缴费为149.72亿元。从规模保费看，珠江人寿规模保费受产品结构调整、原保险保费收入下降等因素影响，规模保费较上年有所下降，且保险业务结构不断调整，万能险保费收入占比较上年有所提升。

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。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2019年末，珠江人寿银保业务合作渠道共12家，较上年末新增2家合作机构。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。2019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96.84%（见表8）。2019年以来，珠江人寿持续通过培养业务人员营销能力，积极开展个险及团险业务，个险及团险业务渠道收入较上年有所提升，但考虑到目前业务发展尚在起步期，整体占比仍较低。2019年，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 1.52% 和 0.37%，占比较小。

表 8 保险业务营销渠道结构

单位：亿元、%

项目	2017 年		2018 年		2019 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
银保渠道	248.32	97.35	192.17	98.76	177.28	96.84
个险渠道	2.13	0.84	1.81	0.93	2.78	1.52
团险渠道	3.13	1.23	0.47	0.24	0.68	0.37
多元渠道	1.50	0.59	0.03	0.02	1.71	0.93
大客户渠道	--	--	0.10	0.05	0.63	0.34
合计	255.08	100.00	194.58	100.00	183.07	100.00

数据来源：珠江人寿审计报告，联合资信整理

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。2019 年，珠江人寿按照风险贴现率 10.0% 的中心假设计算，珠江人寿内含价值情况见表 9。2019 年，受保险产品结构转型影响，珠江人寿期缴业务规模持续增长，故内含价值较上年末有所提升。截至 2019 年末，珠江人寿内含价值为 115.39 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，新业务价值有所提升，但仍处于较低水平，截至 2019 年末，珠江人寿新业务价值为 5.95 亿元（见表 9）。

表 9 内含价值情况 单位：亿元

项目	2017 年	2018 年	2019 年
有效业务价值	48.73	26.15	45.34
公司内含价值	130.95	103.87	115.39
新业务价值	4.16	3.48	5.95

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

2019 年以来，由于现有业务期限逐步向中长期迁移，整体退保规模较上年有所下降，其中寿险退保规模下降较为明显，健康险退保小幅增长；赔付方面，珠江人寿整体赔付规模较上年有所下降，主要体现在年金给付规模的下降。2019 年，珠江人寿综合退保率为 18.02%，退保金 82.21 亿元，赔付支出 4.35 亿元，各项

指标均较上年有所下降（见表 10）。

表 10 珠江人寿退保及赔付情况 单位：亿元、%

项目	2017 年	2018 年	2019 年
退保金	4.10	134.89	82.21
赔付支出	0.42	6.39	4.35
综合退保率	18.27	29.92	18.02

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

2. 投资业务

珠江人寿投资资产以流动性资产、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。

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管控。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。2019 年以来，珠江人寿保户储金及投资款有所增加，可用资金规模有所提升。截至 2019 年末，珠江人寿投资资产总额 691.86 亿元，较上年末有所上升。

从投资资产标的来看，珠江人寿投资品种以流动性资产、权益类资产、不动产类资产和其他

金融资产为主，另有部分银行存款、固定收益类资管产品和债券等。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、港口、铁路、教育、商贸等行业。截至 2019 年末，珠江人寿权益类资产投资余额 149.08 亿元，占投资资产总额的 21.55%；其中股票占比 2.76%，未上市企业股权和股权投资基金合计占比 18.78%，权益类资管产品投资占比低。

2019 年，珠江人寿资金信托计划的投资力度保持在较稳定水平，并将其占上季末总资产的比重控制在 25% 以内，交易对手包括渤海信托、长安信托、重庆信托、中融信托等机构，底层资产行业分布较为均衡，投资期限集中在 3~5 年，2019 年末资金信托计划投资余额

152.84 亿元，占投资资产总额的 22.09%。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，2019 年末不动产投资余额 179.77 亿元，占投资资产总额的 25.98%，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，单一最大不动产项目投资金额为 27.00 亿元，占不动产投资的 15.02%，单一客户集中度较高。此外，珠江人寿配置了一定比例的银行存款、债券以及活期存款和买入返售金融资产等流动性工具。截至 2019 年末，珠江人寿银行存款余额 22.40 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 23.98 亿元，主要为政策性金融债和保险公司资本补充债（见表 11）。

表 11 珠江人寿投资资产

单位：亿元、%

项目	2017 年末		2018 年末		2019 年末	
	余额	占比	余额	占比	余额	占比
流动性资产	57.00	9.38	118.64	19.86	154.64	22.35
货币型基金	17.07	2.81	--	--	10.68	1.54
活期存款	36.73	6.05	108.47	18.16	123.27	17.82
逆回购协议	1.55	0.26	10.17	1.70	20.69	2.99
短期融资券	1.65	0.27	--	--	0.00	0.00
固定收益类资产	65.77	10.83	42.71	7.15	55.53	8.03
银行存款	43.40	7.14	35.40	5.93	22.40	3.24
债券	7.00	1.15	6.30	1.05	23.98	3.47
固收类资管产品	15.37	2.53	1.01	0.17	9.16	1.32
权益类资产	143.18	23.57	144.08	24.12	149.08	21.55
股票	24.38	4.01	29.23	4.89	19.09	2.76
股票/混合型基金	0.05	0.01	0.50	0.08	--	--
权益类资管产品	0.19	0.03	0.10	0.02	0.05	0.01
股权投资基金	92.90	15.29	91.98	15.40	107.50	15.54
未上市企业股权	25.68	4.23	22.26	3.73	22.44	3.24
不动产类资产	181.40	29.86	172.35	28.85	179.77	25.98
投资性房地产	181.40	29.86	172.35	28.85	179.77	25.98
信托计划	138.63	22.82	119.64	20.03	152.84	22.09
银行理财	21.50	3.54	--	--	--	--
投资资产总额	607.48	100.00	597.41	100.00	691.86	100.00
投资资产收益率		8.72		5.06		7.06

注：因四舍五入效应致使合计数据存在一定误差

数据来源：珠江人寿上报监管口径数据及提供数据，联合资信整理

2019年以来，珠江人寿以提高投资收益、保证资产质量为目标，重点配置高新技术产业及养老产业相关行业资产，投资收益明显提升。2019年，珠江人寿综合投资收益率为7.06%，较上年度上升2.00个百分点。

3. 经营绩效

受业务结构调整的影响，珠江人寿营业收入明显收缩，且合并口径呈现净亏损态势，未来盈利水平需持续关注。

珠江人寿营业收入主要由已赚保费和投资收益构成。2019年以来，受产品结构调整的影响，业务规模收缩，珠江人寿营业收入受已赚保费拖累有所下降，2019年实现营业收入81.00亿元，较上年下降3.08%，其中，已赚保费33.11亿元，占营业收入的40.88%。

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；2019年以来，珠江人寿加大投资资产配置规模，同时重点配置高新技术及养老等朝阳产业，投资收益较上年显著提升。2019年，珠江人寿实现投资收益34.64亿元，占营业收入的42.76%。2019年，随着珠江人寿流动性资产配置力度加大，活期存款等货币资产利息收入进一步增长，带动其他业务收入规模提升。2019年，珠江人寿其他业务收入为13.21亿元，占营业收入的16.31%；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。2019年，由于现有业务期限逐步向中长期迁移，整体退保规模较上年有所下降；提取保险责任准备金方面，受寿险业务规模大幅收缩的影响，提取的寿险责任准备金大规模冲回，故提取保险责任准备金额为负。2019年，珠江人寿退保金支出为82.21亿元；提取保险责任准备金-55.41亿元。从成本管控方面来看，2019年，珠江人寿各项费用整体保持平稳，但由于营业收入下降较为明显，相关费用指标有所加大，综合费用率为40.28%，手续费及佣

金率为8.38%，成本管控能力有待加强（见表12）。

表12 珠江人寿收益情况 亿元、%

项目	2017年	2018年	2019年
营业收入	150.09	83.57	81.00
已赚保费	102.49	42.05	33.11
保险业务收入	102.56	42.16	33.35
投资收益	42.51	30.77	34.64
营业支出	150.23	85.44	81.05
退保金	4.10	134.89	82.21
提取保险责任准备	109.99	-94.62	-55.41
手续费及佣金支出	4.57	2.81	2.80
业务及管理费	8.40	8.52	9.75
净利润	-0.70	-3.28	-0.21
综合费用率	13.00	28.87	40.28
手续费及佣金率	4.46	6.67	8.38
总资产收益率	--	--	--
净资产收益率	--	--	--

数据来源：珠江人寿审计报告，联合资信整理

2019年以来，珠江人寿母公司口径净利润为3.74亿元，但受并表子公司影响，合并口径仍处于净亏损状态，但随着营业支出的下降，亏损缺口有所减小。2019年，珠江人寿合并口径净亏损0.21亿元。联合资信将持续关注珠江人寿未来利润变化情况。

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；五是加强风险管理技术和信息系统的建设，搭建完善的风险损失数据库，优化风险管理流程。

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，2019 年，珠江人寿个险和银保渠道业务保费 13 个月继续率分别达到 70.14% 和 95.54%，处于行业较好水平。2019 年以来，珠江人寿期缴业务占比大幅提升，综合退保率显著下降；但由于之前年度趸缴业务规模较大，保险期限到期出现集中满期给付，2019 年赔付率处于较高水平。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。2019 年以来，珠江人寿计提的保险责任准备金呈下降趋势，主要受保险业务规模下降所致。2019 年，珠江人寿计提保险责任准备金-55.62 亿元，年末保险合同准备金余额为 114.25 亿元（见表 13）。

表13 保险责任准备金计提情况 单位：亿元、%

项目	2017 年	2018 年	2019 年
年末保险合同准备金余额	264.19	169.60	114.25
当年提取保险责任准备金	110.00	-94.60	-55.62

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

数据来源：珠江人寿审计报告，联合资信整理

2. 投资风险风险管理

投资风险风险管理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组织结构和制度体系，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较低，主要包括固定收益类资产管理产品、中高信用评级债券及定期存款；债券投资包括政策性金融债和保险公司资本补充债券等；存款交易对手以信用评级较高的大型国有股份制商业银行及城商行为主，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，外部信用评级集中在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，发起机构包括渤海信托、长安信托、重庆信托、中融信托等机构。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。2019年，珠江人寿信托计划的投放力度有所提升，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，在无抵、质押类信用资产违约损失率达到40%或抵、质押资产变现贬值率达40%的极端不利的情况下，其信用损失为7.11亿元，损失率为4.95%，测试结果反映其面临的信用风

险可控。截至2019年末，珠江人寿信托投资不良率3.93%，需关注相关资产的处置回收情况。此外，珠江人寿持有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25%左右规模，主要集中于北京、上海、广州、成都及部分地级市，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。

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；2019年，珠江人寿对股票和股票型基金的持仓规模有所下降，整体规模和再投资资产中的比例不高。根据珠江人寿测算，2019年末，假设上证指数下降20%，公司所持有的股票可能损失额约为4.54亿元，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利率债投资资产。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。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。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，珠江人寿持续监测流动性风险指标状况，每月对上月公司流动性情况进行分析，同时做好未月份基础情景及压力情景下现金流测试，密切跟踪净现金流、综合流动比率、流动性覆盖率、流动比率、高流动资产比率等指标。根据历史数据与行业数据，结合内部管理目标以及经验判断合理设置流动性风险限额指标的阈值，对于突破限额的指标实施预警管理，并持续跟踪风险的处置情况。

从现金流情况来看，2019年，珠江人寿经营性现金流量净额由负转正，主要由于保户储金及投资款净增加额增长所致；投资性现金流量净额由正转负，主要是返售金融资产收到的现金流入规模较大所致；受偿还债务规模下降影响，筹资活动产生的现金净流入有所增加（见表14）；2019年末珠江人寿现金及现金等价物余额为128.76亿元，整体现金流保持充裕。

表 14 珠江人寿现金流情况 单位：亿元

项目	2017年	2018年	2019年
经营活动产生的现金流	126.96	-55.03	34.57
投资活动产生的现金流	-102.78	103.67	-52.11
筹资活动产生的现金流	-10.19	15.12	36.55

现金及现金等价物净增	13.99	63.75	19.00
期末现金及现金等价物	46.01	109.76	128.76

数据来源：珠江人寿审计报告，联合资信整理

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。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2019年偿付能力报告，瑞华会计师事务所（特殊普通合伙）对其进行了审计，并出具了标准无保留的审计意见。

2019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。2019年以来，受保户储金及投资款增加的影响，珠江人寿认可负债规模有所增加；同时，投资资产规模带动认可资产规模相应增长。截至2019年末，珠江人寿认可负债余额641.73亿元，认可资产余额755.44亿元；认可资产负债率为84.95%（见表15）。

表 15 珠江人寿偿付能力情况 单位：亿元、%

项目	2017年末	2018年末	2019年末
认可资产	661.93	650.38	755.44
认可负债	579.71	572.66	641.73
实际资本	82.22	77.72	113.71
其中：核心一级资本	70.51	66.01	70.52
最低资本	80.66	75.85	92.92
认可资产负债率	87.58	88.05	84.95
资产认可率	94.28	94.61	94.96
核心偿付能力充足率	87.42	87.03	75.89
综合偿付能力充足率	101.94	102.48	122.37

数据来源：珠江人寿偿付能力报告，联合资信整理

截至2019年末，珠江人寿实际资本余额113.71亿元，其中核心一级资本余额70.52亿元；

最低资本余额 92.92 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，为此，珠江人寿将开展引入新股东的相关工作，以补充核心偿付能力水平。截至 2019 年末，珠江人寿核心偿付能力充足率为 75.89%；受资本补充债券的发行影响，综合偿付能力充足率有所提升，2019 年末为 122.37%。

八、债券偿付能力分析

截至本报告出具日，珠江人寿已发行且尚在存续期的资本补充债券余额为 35 亿元。以 2019 年末的财务数据为基础，珠江人寿净利润、可快速变现资产、股东权益对资本补充债券本金的保障倍数见表 16。总体看，珠江人寿可快速变现资产和股东权益对已发行的资本补充债券的保障程度较强。

表 16 珠江人寿债务保障情况 单位：倍

项目	2019 年末
净利润/资本补充债券本金	--
可快速变现资产/资本补充债券本金	13.29
股东权益/资本补充债券本金	1.91

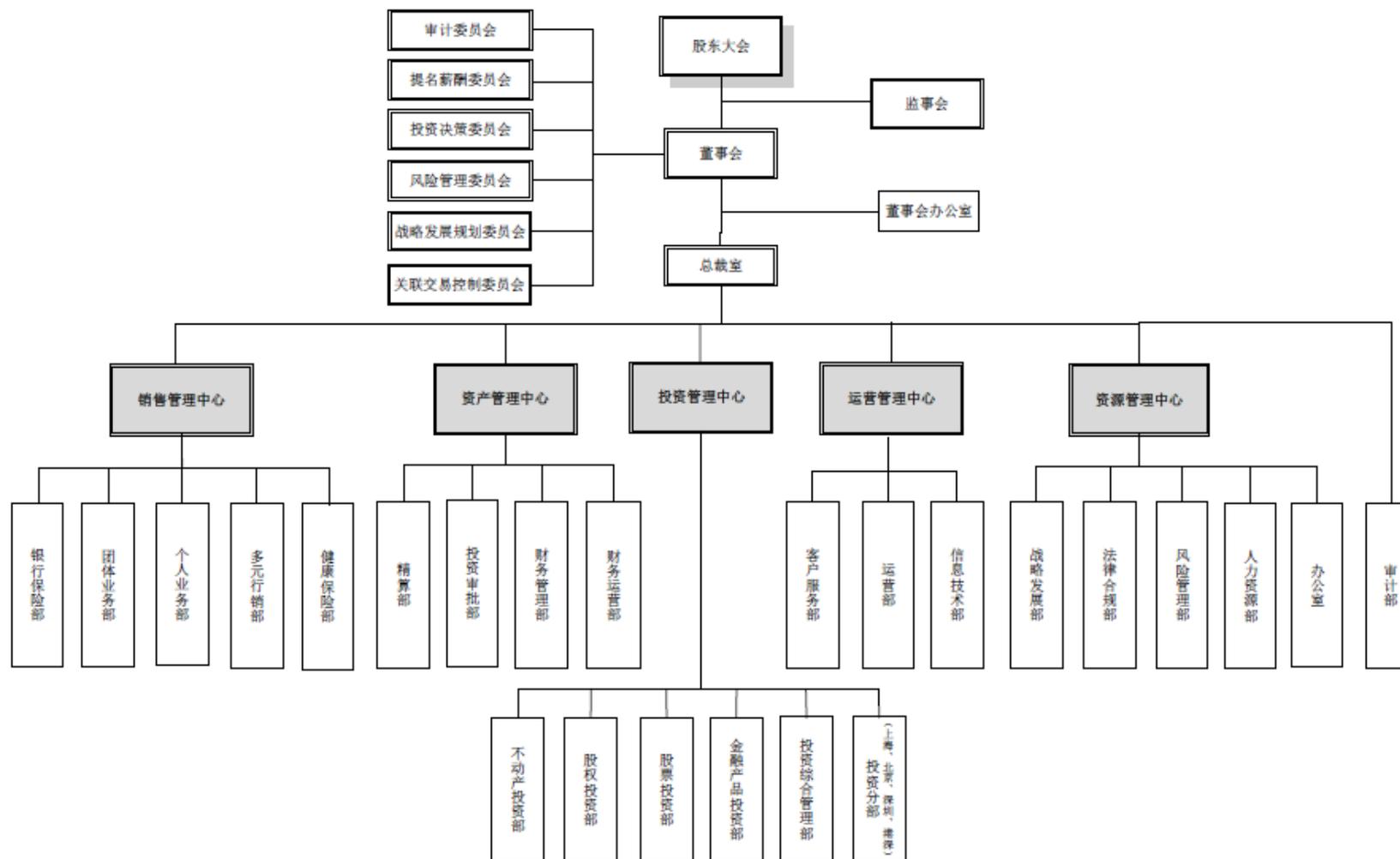
数据来源：珠江人寿审计报告，联合资信整理

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。2019 年以来，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；银保渠道有所拓宽，在广东省区域内有较强的竞争力；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。另一方面，2019 年以来，公司业务规模进一步下降，考虑到公司处于业务产品结构转型期，未来业务经营情况及转型效果需持续关注。同时，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；核心偿付能力充足率较低，需关注未来偿付水平变化。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 2019 年末组织架构图



附录 2 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（扣除未上市股权投资）+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+本次长期险保费收入) ×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%

附录 3-1 保险公司主体长期信用等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 3-2 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 3-3 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