信用评级公告

联合〔2021〕203 号

联合资信评估股份有限公司通过对阳光人寿保险股份有限公司及其拟发行的 2021 年资本补充债券的信用状况进行综合分析和评估，确定阳光人寿保险股份有限公司主体长期信用等级为 AAA，阳光人寿保险股份有限公司 2021 年资本补充债券（不超过人民币 50 亿元）信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

二〇二一年一月八日

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号PICC大厦17层
Editorial Office Address: 17/F, PICC Building, 2, Jianguomenwai Street, Beijing
电话（Tel）：（010）85679696 | 邮箱（Email）：lianhe@lhratings.com | 传真(Fax):(010)85679228
网址（Website）:www.lhratings.com | 邮编（Postal Code）:100022

阳光人寿保险股份有限公司
2021年资本补充债券信用评级报告

评级结果

主体长期信用等级：AAA

资本补充债券信用等级：AAA

评级展望：稳定

评级时间

2021 年 1 月 8 日

主要数据

项 目	2017 年末	2018 年末	2019 年末	2020 年 9 月末
资产总额(亿元)	2182.56	2348.97	2661.62	3155.30
负债总额(亿元)	1892.45	2069.22	2343.88	2799.65
保险合同准备金(亿元)	1102.18	1092.74	1292.40	1549.81
股东权益(亿元)	290.11	279.76	317.74	355.65
注册资本(亿元)	183.43	183.43	183.43	183.43
核心偿付能力充足率(%)	180.22	196.51	194.76	191.72
综合偿付能力充足率(%)	207.58	221.49	215.25	210.26
项 目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 1—9 月
营业收入(亿元)	652.16	523.52	624.40	544.86
已赚保费(亿元)	505.78	372.31	470.34	407.90
净利润(亿元)	17.46	39.02	33.98	33.81
投资收益与公允价值变动损益合计(亿元)	106.72	111.88	118.21	115.31
投资资产收益率(%)	5.87	5.74	5.18	--
综合退保率(%)	20.31	18.57	6.79	--
综合费用率(%)	20.17	26.79	24.01	--
手续费及佣金率(%)	7.82	10.14	10.71	--
总资产收益率(%)	0.84	1.72	1.36	--
净资产收益率(%)	6.48	13.69	11.37	--

注：2020 年三季度财务数据未经审计
数据来源：阳光人寿财务报表、审计报告、偿付能力报告，联合资信整理

分析师

林 璐　　薛 峰　　李铭飞

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

联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）对阳光人寿保险股份有限公司（以下简称“阳光人寿”或“公司”）的评级反映了公司自身品牌效应强、具有较高的市场份额和行业知名度、偿付能力充足、业务转型成效显现、投资业务发展良好等有利因素。阳光人寿控股股东阳光保险集团股份有限公司以“一身四翼”的产业布局形成在保险多个细分领域的专业化业务能力，为公司开展多元化的业务推动形成了较强的支持。同时，联合资信也关注到，公司信用风险管理压力较大、资本市场波动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，阳光人寿将继续推动业务转型，按照公司战略规划，在业务发展、各项管理等方面持续优化升级。此外，需关注疫情影响下公司个人代理渠道的业务开展情况。

综上所述，联合资信确定阳光人寿保险股份有限公司主体长期信用等级为 AAA，拟发行的 2021 年资本补充债券（不超过人民币 50 亿元）信用等级为 AAA，评级展望为稳定。该评级结论反映了阳光人寿保险股份有限公司本期资本补充债券的违约风险极低。

优势

1. **公司品牌效应较强，市场排名及占有率较高。**阳光人寿在业内具有较高知名度，具有较强的品牌竞争力，资本及收入水平在行业内处于上游水平，市场份额相对较高。
2. **业务价值转型成效逐步显现。**阳光人寿保险业务的价值转型效果逐步显现，保险业务收入有所回升，公司价值指标持续向好。
3. **投资业务发展良好。**阳光人寿投资策略较为稳健，投资收益处于行业较好水平。
4. **偿付能力充足。**阳光人寿偿付能力持续处于充足水平，若本期资本补充债发行成功，将

进一步提升公司偿付能力。

5. **股东实力强，对公司形成有力支持。**阳光人寿控股股东阳光保险集团股份有限公司通过整合旗下保险和投资资源，能够从业务拓展、内部管理等方面给予公司支持。

关注

1. **固定收益类资产占比较高，需关注相关信用风险。**阳光人寿债务工具投资规模较大，且存量信托计划面临一定的兑付不确定性，需关注相关信用风险。
2. **资本市场的不确定性对公司盈利带来压力。**在当前资本市场震荡的市场环境下，投资资产的价值波动给公司风险管理和盈利稳定性带来一定挑战。
3. **市场竞争加剧，业务发展及盈利承压。**宏观经济、监管环境的不确定性及行业市场竞争加剧、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。此外，保险费率改革、市场竞争加剧、资本市场波动以及新冠疫情的发生等因素对寿险行业盈利水平和风险管理产生一定压力。
4. **资本补充债券受偿顺序劣后，存在劣后受偿风险。**资本补充债券索偿权排在保单责任、银行借款等普通负债之后，具有一定的劣后受偿风险，阳光人寿在无法按时支付利息或偿还本金时，债券持有人无权向法院申请对阳光人寿实施破产清偿。

声　明

一、本报告引用的资料主要由阳光人寿保险股份有限公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估股份有限公司（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、本次信用评级结果仅适用于本期债项，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。

阳光人寿保险股份有限公司
2021年资本补充债券信用评级报告

一、主体概况

阳光人寿保险股份有限公司（以下简称“阳光人寿”或公司）成立于2007年12月，初始注册资本5亿元。历经数次增资扩股，截至2020年9月末，阳光人寿的注册资本及实收资本均为183.43亿元。目前，阳光人寿资本规模在国内寿险行业中位居前列，阳光保险集团股份有限公司（以下简称“阳光保险集团”）持有公司99.9999%的股份，为公司的控股股东，阳光人寿无实际控制人，各股东持股比例见附录1。

阳光人寿的经营范围：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、法规允许的保险资金运用业务；证券投资基金销售业务；经中国银保监会批准的其他业务。

截至2020年9月末，阳光人寿经营区域覆盖全国29个省、市、自治区；开业机构数量1001家，其中二级机构33家，三级机构212家，四、五级机构739家，电销中心17家；共有正式员工9838人，代理人10.73万人。截至2019年末，阳光人寿控股子公司包括：海南阳光鑫海发展有限公司、重庆阳光悦和投资发展有限公司、阳光盛和（济南）投资有限公司、阳光泰和（济南）置业有限公司、海南阳光颐和健康产业发展有限公司、成都阳光泰和置业有限责任公司、南宁阳光嘉和投资发展有限公司、南宁阳光钧和投资发展有限公司、东莞阳光泰和投资有限公司、Sunflower Investment Co., Limited和Cedar International Capital Limited等18家注册于中国内地及香港地区的公司，以及Spruce Capital (SINGAPORE) Private Ltd.、Spruce Australia Assets Management Pty Ltd.、Spruce Australia Pty Ltd.、Sunflower Bermuda Capital Ltd.、Cedar Australia Pty Ltd.和Sunflower American Capital Ltd.等10家注册于海外的公司。

截至2019年末，阳光人寿资产总额2661.62亿元，其中投资资产2406.09亿元；负债总额2343.88亿元，其中保险合同准备金合计1292.40亿元；股东权益317.74亿元；实际资本630.01亿元，核心偿付能力充足率为194.76%；综合偿付能力充足率为215.25%。2019年，阳光人寿实现营业收入624.40亿元，其中已赚保费470.34亿元，投资收益与公允价值变动损益合计118.21亿元；净利润33.98亿元。

截至2020年9月末，阳光人寿资产总额3155.30亿元，其中投资资产2911.84亿元；负债总额2799.65亿元，其中保险合同准备金合计1549.81亿元；股东权益355.65亿元；实际资本680.29亿元，核心偿付能力充足率为191.72%；综合偿付能力充足率为210.26%。2020年1—9月，阳光人寿实现营业收入544.86亿元，其中已赚保费407.90亿元，投资收益与公允价值变动损益合计115.31亿元；净利润33.81亿元。

阳光人寿注册地址：海南省三亚市迎宾路360-1号三亚阳光金融广场16层。

阳光人寿法定代表人：李科。

二、本期债券概况

1. 本期债券概况

阳光人寿拟发行不超过人民币50亿元（含50亿元）资本补充债券，具体发行规模及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

在发行人破产清算时，本期债券的清偿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，本期债券持有人无权向法院申请对发行人实施破产。

本期债券设定一次发行人选择提前赎回的权利。在行使赎回权后发行人的综合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. 宏观经济与政策环境分析

（1）宏观经济环境分析

2020年三季度，我国经济进一步复苏，供需全面回暖，物价涨幅有所回落，就业压力有所缓解，财政收支有所改善。当前全球疫情依然在蔓延扩散，疫情对世界经济的冲击将继续发展演变，外部风险挑战明显增多，国内经济恢复仍面临较多不确定因素。

经济保持逐季复苏势头。由于我国疫情控制迅速，经济在2020年一季度出现暂时性大幅下滑后，二季度即开始复苏，前三季度实现正增长，GDP累计同比增长0.7%，其中一季度同比下降6.8%、二季度同比增长3.2%、三季度同比增长4.9%，经济保持逐季复苏势头。前三季度国民经济第一产业、第二产业和第三产业增加值分别累计同比增长2.3%、0.9%和0.4%，全面实现正增长。

表1 中国主要经济数据

项目	2017年	2018年	2019年	2020年前三季度
GDP（万亿元）	83.2	91.9	99.1	72.3
GDP增速（%）	6.9	6.7	6.1	0.7
规模以上工业增加值增速（%）	6.6	6.2	5.7	1.2
固定资产投资增速（%）	7.2	5.9	5.4	0.8
社会消费品零售总额增速（%）	10.2	9.0	8.0	-7.2
出口增速（%）	10.8	7.1	5.0	1.8
进口增速（%）	18.7	12.9	1.6	-0.6
CPI增幅（%）	1.6	2.1	2.9	3.3
PPI增幅（%）	6.3	3.5	-0.3	-2.0
城镇失业率（%）	3.9	4.9	5.2	5.4
城镇居民人均可支配收入增速（%）	6.5	5.6	5.0	-0.3
公共财政收入增速（%）	7.4	6.2	3.8	-6.4
公共财政支出增速（%）	7.7	8.7	8.1	-1.9

注：1. GDP总额按现价计算；2. 出口增速、进口增速均以人民币计价统计；3. 增速及增幅均为累计同比增长数，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；4. 城镇失业率统计中，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
资料来源：联合资信根据国家统计局和Wind数据整理

经济结构改善，消费贡献提升。2020年三季度，消费支出对GDP增速拉动由二季度的

-2.35%回升 4.06 个百分点至 1.71%，净出口对 GDP 增速拉动由二季度的 0.53%上升至 0.64%，投资对 GDP 增速拉动由二季度的 5.01%下降至 2.55%。虽然投资仍然是经济增长的主要拉动因素，但三季度消费对经济的贡献度显著提高，经济结构较二季度有所改善，内生增长动力加强。

消费持续改善，季度增速由负转正。2020 年前三季度，社会消费品零售总额同比下降 7.2%，降幅比上半年收窄 4.2 个百分点。其中三季度社会消费品零售总额同比增长 0.9%，季度增速年内首次转正，显示了随着疫情控制、经济逐步恢复以及就业继续好转，居民消费信心增加。**固定投资增速转正，制造业投资降幅收窄。**2020 年前三季度，全国固定资产投资同比增长 0.8%，实现年内首次转正，而 1－8 月份、上半年和一季度投资分别同比下降 0.3%、3.1%和 16.1%。从三大投资领域看，基础设施投资增速由负转正，制造业投资逐步恢复，房地产投资加快。具体看，前三季度，基础设施投资同比增长 0.2%，上半年为同比下降 2.7%；制造业投资同比下降 6.5%，较半年降幅（11.7%）显著收窄；房地产开发投资同比增长 5.6%，上半年为同比增长 1.9%。**进出口逐季回稳，出口韧性较强。**2020 年前三季度我国货物贸易进出口总值 3.3 万亿美元，比去年同期下降 1.8%。其中，出口 1.8 万亿美元，同比下降 0.8%；进口 1.5 万亿美元，同比下降 3.1%。一至三季度，我国出口增速分别为-13.4%、0.1%和 8.8%，呈现一季度大幅回落、二季度止跌企稳、三季度全面反弹的逐季回稳态势。

复工水平不断提升，工业生产逐季回升。截至 2020 年 9 月下旬，有 73.2%的企业达到正常生产水平八成以上，较 6 月中旬上升 4.8 个百分点，部分企业持续满负荷生产，规模以上工业企业开工情况整体接近正常水平。1－9 月，规模以上工业增加值累计同比增长 1.2%；分季度看，一季度下降 8.4%，二季度增长 4.4%，三季度增长 5.8%。1－9 月工业企业利润总额同比下降 2.4%，较 1－3 月下降 36.7%、1－6 月下降 12.8%的降幅大幅收窄。

CPI 涨幅回落，PPI 降幅收窄。2020 年前三季度，CPI 累计同比上涨 3.3%，涨幅较上半年回落 0.5 个百分点，食品价格涨幅回落是其主要原因；PPI 累计同比下降 2.0%，降幅较上半年扩大 0.1 个百分点，生产资料价格降幅较多是主导因素。在疫情防控成效显著、经济社会发展较快恢复的的作用下，市场供求关系总体稳定。

社融增量逐季下降，M2 增速有所回落。2020 年 9 月末，社会融资规模存量 280.1 万亿元，较上年同期增长 13.5%，较上年末增幅（10.7%）显著提高，为实体经济提供了有力的金融支持。从增量上看，前三季度累计新增社会融资规模 29.6 万亿元，比上年同期多增 9.0 万亿元。分季看，一、二、三季度社融增量分别为 11.1 万亿元、9.8 万亿元和 8.8 万亿元，呈逐季下降的趋势，其中银行信贷、企业债券融资以及政府债券融资均呈逐季下降的特点，显示货币政策在回归常态。货币供应量方面，9 月末 M2 余额 216.4 万亿元，较上年同期增长 10.9%，较 6 月末增速（11.1%）略有下降。同期 M1 余额 60.2 万亿元，较上年同期增长 8.1%，较 6 月末同比增速（6.5%）继续加快，表明经济活跃度上升，消费回暖。

财政收入继续下降、收支缺口更趋扩大。2020 年前三季度，全国一般公共预算收入 14.1 万亿元，同比下降 6.4%，降幅较二季度（10.8%）有所收窄。其中税收收入 11.9 万亿元，同比下降 6.4%；非税收入 2.2 万亿元，同比下降 6.7%。同期全国政府性基金收入 5.5 万亿元，同比增长 3.8%，较前二季度（-1.0%）转为正增长。2020 年前三季度全国一般公共预算支出 17.5 万亿元，同比下降 1.9%，降幅比二季度（5.8%）显著缩小。其中中央本级累计支出 2.5 万亿元，同比下降 2.1%；地方本级累计支出 15.1 万亿元，同比下降 1.9%。从支出结构看，前三季度社会保障与就业支出（2.6 万亿元）、卫生健康

支出（1.4 万亿元）、农林水支出（1.6 万亿元）和债务付息支出（7351.0 亿元）为正增长，其余支出同比皆为下降。财政支出增长方面主要集中于保障基本民生、疫情防控和重点领域支出。2020 年前三季度公共财政收支缺口 3.4 万亿元，较二季度缺口（2.0 万亿元）继续扩大，主要是受到疫情冲击，财政收支形势比较严峻。

就业压力有所减缓，城镇居民收入实际降幅继续收窄。2020 年前三季度，在服务业和制造业逐步恢复，中小微企业经营持续改善的作用下，就业压力有所减缓。9 月城镇调查失业率 5.4%，较 6 月（5.7%）略有回落，就业形势较疫情初期有所好转，但国内外环境复杂严峻，企业用工需求偏弱，总体就业形势仍然较为严峻。2020 年前三季度，城镇居民人均可支配收入 3.3 万元，比上年同期名义增长 2.8%，名义增速比上半年回升 1.3 个百分点；扣除价格因素的实际增速为-0.3%，降幅较上半年（2.0%）大幅收窄，为消费回暖提供了主要动力。

（2）宏观政策环境

2020 年前三季度中国宏观政策统筹疫情防控和经济社会发展，以“六稳”“六保”为中心，促进经济恢复，逆周期调节政策成效显著。

积极的财政政策大规模减税降费，增加有效投资。2020 年前三季度，全国实现减税降费累计 2.09 万亿元。其中，新增减税降费 1.37 亿元，翘尾新增减税降费 7265 亿元，对纾解企业困难、稳定市场主体、支持复工复产和平稳经济运行发挥了重要作用。2020 年前三季度，全国累计发行国债 4.80 万亿元，较上年同期（2.99 万亿元）大幅增长；发行地方政府债券 5.68 万亿元，较上年同期（4.18 万亿元）增长 35.89%。专项债资金重点支持“两新一重”领域基建，增加有效投资，增加其用作项目资本金的范围及比例，允许地方法人银行使用专项债补充资本金。同时建立特殊转移支付机制，新增财政资金直达市县基层、加大对地方“三保”的财力支持和“两新一重”及补短板项目的资金支持，截至 2020 年 9 月底，在实行直达管理的 1.70 万亿元资金中，各地已将 1.57 万亿元直达资金下达到资金使用单位，形成实际支出 1.02 万亿元，占中央财政已下达地方资金的 61.2%。

货币政策回归，融资成本有所回升。2020 年三季度央行坚持稳健的货币政策更加灵活适度、精准导向，引导资金更多的流向实体经济，有效发挥结构性货币政策工具精准滴灌的作用，提高政策的直达性，强化对稳企业、保就业的金融支持。1－9 月份三次降准释放长期流动性 1.75 万亿元，开展中期借贷便利 MLF 操作，净投放中期流动性 4100 亿元，满足金融机构合理的中长期流动性需求。在此基础上灵活开展公开市场操作，对冲季节性因素和政府债券发行等因素，维护短期流动性平稳。利率方面，前四个月在政策推动下贷款利率明显下行，5 月以来，随着疫情得到有效控制，国内经济复苏态势良好，央行的政策利率和贷款市场报价利率 LPR 均保持稳定，债券市场发行利率有所回升。2020 年 9 月公司债、企业债、中期票据加权平均发行利率分别为 4.34%、5.21%和 4.52%，较 6 月（分别为 4.14%、5.11%和 4.04%）均明显回升。

（3）宏观经济前瞻

牢牢把握扩大内需这个战略基点，加快形成以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局。2020 年 7 月 30 日召开的中央政治局会议（以下简称“会议”）认为，当前我国经济形势仍然复杂严峻，不稳定性及不确定性较大，遇到的很多问题是中长期的，必须从持久战的角度加以认识，加快形成以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局。会议强调，下半年要更好地统筹疫情防控和经济社会发展工作，坚持以供给侧结构性改革为主线，坚持深化改革开放，牢牢把握扩大内需这个战略基点，大力保护和激发市场主体活力，扎实做好“六稳”工作，全面落实“六保”任务，推动经济高质量发展。在

此政策导向下，未来财政政策将更加积极有为、注重实效，保障重大项目建设资金，注重质量和效益。货币政策一方面更加灵活适度、精准导向，保持货币供应量和社会融资规模合理增长，推动综合融资成本明显下降；二是新增融资重点流向制造业、中小微企业，加大对实体经济的支持力度。

在以上政策引导和支持下，四季度我国经济将进一步修复，结构或将进一步改善，消费对经济的拉动作用进一步加强，出口增速依然保持较强的韧性，投资内部结构将优化、制造业投资贡献将有所提升。

投资方面，四季度结构继续改善，经济内生增长动力将加强。2020 年四季度制造业投资单月投资依然有望保持正增长，但 8 月制造业投资单月增速或已经是 2020 年最高增速，全年累计增速难以转正。房地产投资方面，自 7 月以来房地产政策持续收紧叠加信贷政策收紧，综合考虑房地产新开工面积持续负增长、施工面积增速有所回落，预计四季度房地产投资存在下行压力。基建投资方面，从资金方面看，2020 年尚剩余 407 亿元一般债券和 1848 亿元专项债券，新增地方债规模将会是全年最低水平；从经济增长动力来看，8、9 月制造业投资呈现加速迹象、消费也有加速修复的迹象，经济内生修复动力加强，再度大力拉动基建投资的必要性下降。因此，综合资金和经济增长力看，四季度基建投资难有更出色表现，单月增速或将进一步下降。

消费方面，四季度消费将继续保持向好的趋势不变。冬季疫情的反复可能会对消费造成波动，但北京及青岛区域疫情的快速控制，给居民带来信心，使得消费波动减小。持续改善的就业环境以及居民收入的恢复增长、疫情对聚集性消费的限制逐步消退叠加居民对疫情控制的信心，支撑消费增速继续向上修复的趋势不变，但高于去年同期的失业率以及不及 GDP 增速的居民收入会压制消费的快速上升。整体来看，在四季度疫情不出现大范围爆发的情况下，消费增速将以较为温和的速度进行恢复。如果四季度出现大范围的疫情爆发，将会打断消费的恢复趋势。

进出口方面，预计年内出口增速依然保持较强的韧性。一方面，随着冬季全球第二波疫情的爆发，防疫物资需求短期内依然较为旺盛，支撑我国出口增速；另一方面，全球经济逐步恢复，海外需求上升支撑我国出口增速，联合国贸发会议发布的最新报告预测 2020 年第四季度全球贸易同比增长将下降 3%，较三季度收窄 4 个百分点；从主要发达经济体制造业 PMI 来看，经济也将处于逐步恢复的状态。

2．人身险行业发展概况

（1）业务概况

在监管政策的指导下，保险公司业务转型效果较好，保险业务增速和业务品质均呈较好发展态势。

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 2），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 2　人身保险公司市场集中度（原保险保费收入）　　单位：%

	2017 年		2018 年		2019 年	
排名	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

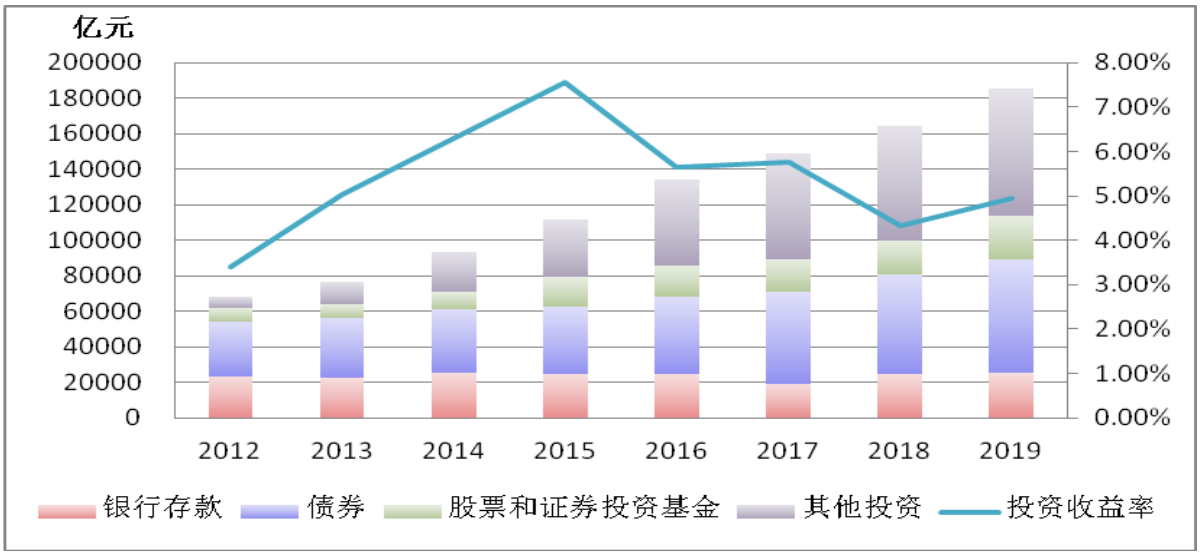
保险公司可运用资产规模稳步增长，资金投向趋于稳健，资金收益水平有所改善。

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：银保监会网站，联合资信整理

（3）偿付能力

人身险公司整体偿付能力保持较好水平，但仍需关注业务的快速发展对保险公司资本的消耗及偿付能力充足性的影响。

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

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。

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，一方面标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；这些问题是基于 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。

四、公司治理与内部控制

1. 公司治理

近年来，阳光人寿公司治理架构持续有效运行，控股股东资本实力较强，对公司形成有力的支撑；公司关联交易规模较小，无股权被质押情况。

阳光人寿按照《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，并持续完善制度体系，各主体能够实现独立运作、有效制衡。

阳光保险集团为公司控股股东，根据阳光人寿披露信息，公司无实际控制人。历经数次增资扩股，截至 2020 年 9 月末，阳光人寿的注册资本为 182.43 亿元。截至 2020 年 9 月末，阳光人寿股东无出质本公司股权的情况。

公司控股股东阳光保险集团通过“一身四翼”的产业布局，形成在保险主业、金融平台、产业结构、境内外业务、信息数据、服务能力等多方面具有较强竞争力的金融保险服务集团。“一身四翼”指集团以保险业务为主业，共同推进“金融阳光”“健康阳光”“海外阳光”和“数据阳光”多个层面协同发展的战略布局。阳光保险集团旗下主要包括阳光财产保险股份有限公司（以下简称“阳光财险”）、阳光人寿、阳光信用保证保险股份有限公司和阳光资产管理股份有限公司（以下简称“阳光资产”）等子公司。截至 2019 年末，阳光保险集团资产总额 3315.25 亿元，所有者权益 510.94 亿元；2019 年实现营业收入 1016.20 亿元，净利润 51.30 亿元。

股东大会是阳光人寿的权力机构，董事会、监事会和高级管理层分别履行决策、监

督和管理的职能。董事会是阳光人寿的决策机构。阳光人寿董事会由 6 名董事构成，其中执行董事 1 名、非执行董事 5 名，均由阳光保险集团委派。阳光人寿现任董事长李科先生，研究生学历，高级经济师，2005 年加入阳光财险筹备组，现任阳光保险集团董事、总经理，阳光财险董事长，阳光人寿董事长，具有较为丰富的金融机构从业经验和公司管理经验。董事会下设战略与投资决策委员会、风险管理委员会、审计委员会、提名薪酬委员会、资产负债管理委员会、关联交易控制委员会、消费者权益保护委员会等专业委员会。

监事会是阳光人寿的监督机构。阳光人寿监事会由 3 名监事构成，其中职工监事 1 名、股东监事 2 名。

高级管理层是阳光人寿的执行机构。阳光人寿高级管理层由 12 名成员组成，其中总经理 1 名、副总经理 3 名、总经理助理 3 名、董事会秘书 1 名、总精算师 1 名、财务负责人 1 名、审计部负责人 1 名、合规负责人 1 名。阳光人寿总经理王润东先生，历任太平洋人寿浙江分公司个人业务部经理兼教育培训中心副经理、浙江分公司个人业务总监兼培训部经理、浙江分公司总经理助理、太平洋人寿个险业务管理部总经理、服务营销管理部总经理（兼）、太平洋人寿总经理助理、个险营销管理部总经理（兼）、江苏分公司总经理（兼）、太平洋人寿副总经理等职务，具备丰富保险行业及管理经验。

从关联交易情况来看，阳光人寿关联交易主要集中在资金运用和保险业务方面。保险业务方面，2019 年，阳光人寿关联方保险业务收入 0.57 亿元，交易对手主要为公司投资的联营与合营企业；手续费及佣金收入 2.62 亿元，交易对手主要为阳光财险。截至 2019 年末，阳光人寿对关联方可供出售金融资产投资 2.00 亿元，交易对手为阳光保险集团股东方设立的基金，整体关联交易规模较低，关联交易风险可控。

2．内部控制

阳光人寿内控体系较完善，合规经营意识持续加强，但业务规模的扩张将对内控水平提出更高要求，需关注各分支机构的展业合规情况。

近年来，阳光人寿持续完善内部控制制度体系。阳光人寿为落实公司战略，加大对风控合规管理工作的重视程度和资源倾斜，重点开展案件风险管控，进一步强化现场检查及问责，持续优化销售风险监测预警系统以强化风险识别监测效果，助力公司的稳健经营及价值转型。阳光人寿发布《风控合规检查工作指引》《总裁室成员赴机构督查风控合规工作指引》等制度，明确了管理层对分管条线合规工作的督查标准，强化了总部对分支机构管控，并且针对监管处罚、案件责任等事项暴露出的问题，加大问责力度。

此外，阳光人寿持续加大三道防线建设力度，稽核监察部为第三道防线，开展稽核审计工作。阳光人寿的稽核职能由阳光保险集团集中管理，以保障稽核的独立性。阳光人寿结合外部监管重点与内部风险点，针对性地开展稽核监察工作。对于在稽核检查过程中先后发现的违规问题，阳光人寿在对相关机构和责任人进行严惩的同时，持续加强全员合规培训工作，将合规培训常态化，宣传监管要求与合规管理知识，培育合规文化。

根据阳光人寿披露，阳光人寿 2020 年第一、二、三季度风险综合评级结果均为 A。

近年来，阳光人寿部分下设分支机构的销售人员在展业过程中因销售误导等问题受到当地监管机构的行政处罚，阳光人寿以此为契机进行整改，加大力度推进合规建设，内控体系持续加强。

3．发展战略

阳光人寿充分利用集团优势促进协同发

展，提升公司核心竞争力，并制定了以价值为核心的发展战略；但由于当前保险市场竞争较为激烈加之监管环境的不确定性，未来发展规划实行情况需持续关注。

阳光人寿基于对未来形势的分析判断，综合考虑市场趋势、监管导向、消费者需求、公司自身优势等多方面因素，制定了《阳光人寿保险股份有限公司 2019—2021 年三年发展规划》，以多线并进、多军并举、渠道协同提升公司核心竞争力为公司核心战略思想。

未来，阳光人寿将以阳光文化为指引，围绕集团提出的“一身四翼”战略布局，坚定地向高价值公司转型，以内勤考核评价、外勤制度政策、战略机构崛起和规划培养体系为抓手，聚焦队伍建设和突破；大力发展二开业务（客经和银保 CSP），强化获客渠道建设，打造队伍突破孵化器，实现多渠道协同的客户经营闭环，深度挖掘客户价值，在产品结构优化基础上进一步推动价值转型；推动产品体系进阶，搭建涵盖客户全生命周期的产品体系，实现产品体系的个性化、元素化、定制化转型；强化客户经营，推动“产品+”生态链建设，以“保险+健管+医养”生态体系为特色，为客户提供除保险保障之外的一揽子服务和体验。

五、业务经营分析

1. 经营概况

阳光人寿是阳光保险集团旗下从事人身保险业务的子公司，是集团业务的核心。阳光保险集团以“一身四翼”的战略布局为出发点，重点将阳光人寿建设成为集团新业务价值、资产和现金流的主要贡献来源，在集团内部具有突出的地位，在业务开展上得到集团的有力支持。同时，阳光人寿依托集团 1+4 产业布局，开展多元化的产品营销。近年来，得益于阳光人寿明确的战略规划和价值转型策略的有力实施，阳光人寿规模保费持续增长，持续构建更为优化的业务结构以及投资资产配置结构，阳光人寿在资产规模及业务规模上均处于银行保险行业上游水平。

2. 业务经营分析

随着寿险行业整体回暖，阳光人寿保险业务收入有所回升；同时，阳光人寿价值转型战略逐步落地，产品结构不断优化，业务品质持续改善，推动新业务价值增长。

（1）保险业务

近年来，随着市场竞争加剧，阳光人寿市场排名整体有所下降。近年来，随着监管机构对保险行业的监管力度不断加大，逐步引导业务回归保险本源，在此背景下，阳光人寿持续开展高价值业务转型战略。在产品开发方面，阳光人寿持续加大长期保障类产品的占比，同时提高长期年金险占比；阳光人寿根据产品回溯情况，积极调整产品种类，退出与公司价值发展战略不匹配的业务品种，并持续优化产品结构。近年来，公司业务转型成效逐步显现，原保险保费收入在经历调整过渡期的低迷下行后显著回升，市场份额随之提升；同时，阳光人寿根据原保险保费的收入规模，适当开展万能险等品种，保障公司资金充裕，带动规模保费持续增长。2019 年，阳光人寿全年实现原保险保费收入 481.18 亿元，市场占有率 1.62%，在 91 家寿险公司中排名第 14 位，市场排名趋于稳定；规模保费收入市场占有率为 1.69%，在 91 家寿险公司中位居第 15 位（见表 3）。2020 年 1—9 月，阳光人寿实现原保险保费收入 418.72 亿元，占人身险公司原保险保费收入的 1.60%。

表 3　业务经营及市场排名　单位：亿元、%

项 目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 1—9 月
原保险保费收入	510.01	380.08	481.18	418.72
原保险保费收入市场份额	1.96	1.45	1.62	1.60

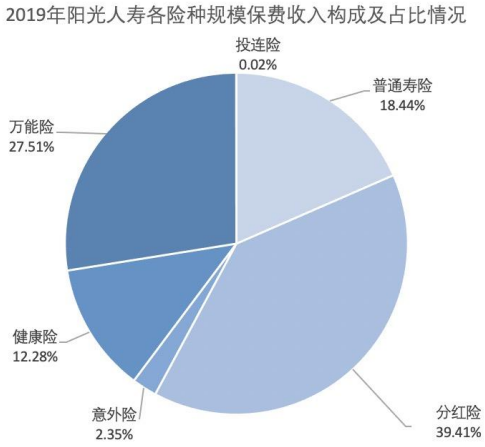
原保险保费收入市场排名/市场家数	11/85	14/91	14/91	14/91
规模保费	**599.03**	**639.15**	**651.23**	**525.58**
规模保费市场份额	1.85	1.87	1.69	1.57
规模保费市场排名/市场家数	12/85	12/91	15/91	15/91

数据来源：中国银保监会官网数据及阳光人寿提供，联合资信整理

从规模保费结构看，阳光人寿持续加大高价值、保障型产品的营销力度，产品结构持续优化。阳光人寿保险业务产品种类包括普通寿险、分红险、万能险、健康保险和意外伤害保险等（见图表 4）。近年来，阳光人寿根据自身客群需求和渠道营销特点开展保险价值转型工作。2019 年以前，阳光人寿面对宏观经济下行和监管大力度整治乱象等经营环境的变化，积极采取价值转型战略，主动停售价值偏低的中短期产品，由于业务转型尚处于起步阶段，加之产品结构调整导致阳光人寿普通寿险业务收入大幅下降。2019 年以来，阳光人寿明确个险发展方向，有效整合精算、产品部门职能与营销工作，推出客户利益与公司价值并重的保险产品；同时，阳光人寿加大科技赋能，采用基于大数据的创新型获客手段，推出基于医疗服务的保险客户增值服务，加大产品吸引力，带动各项业务收入规模回升。万能险方面，2019 年以前，阳光人寿基于保险业务收入水平下降的情况，适当开展万能险业务，以保障公司的资金来源持续稳定，万能险规模显著增长。2019 年以来，随着各类保障类业务收入的回升，阳光人寿降低了万能险的开展力度，相应收入有所下降。整体看，阳光人寿规模保费呈上升趋势，2019 年，阳光人寿实现规模保费 651.23 亿元，其中普通寿险收入 120.09 亿元，占规模保费的 18.44%；分红险 256.63 亿元，占规模保费的 39.41%；万能险 179.12 亿元，占规模保费的 27.51%；健康险和意外险占比相对较低。

图表 4　保险业务收入结构　单位：亿元

项　目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 1—9 月
普通寿险	325.26	82.54	120.09	153.55
分红险	127.30	215.75	256.63	178.24
万能险	96.58	267.69	179.12	113.70
健康险	40.77	60.01	79.97	70.83
意外险	8.98	13.05	15.30	9.18
投连险	0.14	0.11	0.12	0.09
规模保费	**599.03**	**639.15**	**651.23**	**525.58**



注：因四舍五入，部分数据相加与合计数据存在一定偏差
数据来源：阳光人寿提供资料，联合资信整理

阳光人寿重点加大长险期缴产品营销力度，期缴业务规模持续增长。近年来，阳光人寿严格按照监管要求并紧随行业发展趋势，坚持开展向高价值公司转型的业务布局，加大力度发展价值型、长险期缴和注重保障功能的产品，产品结构不断优化，期缴保费持续增长。2018 年，阳光人寿期缴首年规模有所下降，主要由于受行业监管力度的持续加强，阳光人寿开展新老产品更迭，新产品尚未充分投放所致。2019 年，阳光人寿趸缴业务实现规模保费收入 275.98 亿元（见表 5），占比 42.38%；首年期缴业务实现规模保费收入 116.15 亿元，占规模保费收入总额的 17.84%，以 2—5 年期缴和 10 年以上期缴为主；续期业务 259.10 亿元，占比 39.79%，业务期限结构持续优化。

表 5　保费期限结构　单位：亿元

项　目	2017 年	2018 年	2019 年
趸缴保费	302.51	324.87	275.98
期缴保费	296.52	314.28	375.25
其中：期缴首年	103.01	73.57	116.15
期缴续期	193.52	240.71	259.10
规模保费	**599.03**	**639.15**	**651.23**

数据来源：阳光人寿提供资料，联合资信整理

银邮代理是阳光人寿保费规模最大的渠道，个人代理是公司价值贡献最大的渠道，亦是公司重点建设的业务渠道，阳光人寿不断加大代理人队伍的培养建设，持续推进渠道多元化发展，其他各渠道稳步发展。近年来，阳光人寿坚持多元化渠道发展策略，银邮代理是目前保费规模最大的销售渠道，阳光人寿通过不断深化渠道合作，建立股份制与国有渠道双轮驱动的发展模式，通过总对总搭建并深化渠道合作平台，为分对分合作提供资源，阳光人寿合作的银行渠道主要为国有大型商业银行及股份制银行，2019 年银保渠道实现保费收入占规模保费的 54.37%（见表 6）。近年来，阳光人寿将个人代理渠道定位为公司重点建设的业务渠道，不断加大个人代理渠道建设力度，通过各层级人员不断建立统一的营销合作意识，推动人力平台建设；通过日常考核体系、竞赛方案、资源配置等方式全面聚焦代理人履职能力，借此稳固基础业务平台，最终实现标保、价值的持续增长，同时依托分布全国的 998 家分支机构开展业务营销；直销渠道方面，阳光人寿一方面依托员工福利平台，以企业法人客户和员工及家属为中心，大力发展团险直销队伍，同时推动以互联网为依托的电销直销队伍转型，线上线下结合，发展专业化队伍，优化业务结构，降低经营成本。2019 年，阳光人寿个人代理渠道保费占比 29.66%；公司直销占比 13.71%，上述渠道贡献均呈上升趋势。

表 6　保险业务销售渠道结构　单位：亿元、%

项 目	2017 年		2018 年		2019 年		2020 年 1—9 月	
	金 额	占 比	金 额	金 额	金 额	占 比	金 额	占 比
个人代理	172.30	28.76	165.05	193.15	193.15	29.66	181.88	34.61
银邮代理	350.64	58.53	378.10	354.05	354.05	54.37	296.48	56.41
公司直销	61.20	10.22	84.01	89.27	89.27	13.71	36.18	6.88
其他	14.89	2.49	11.98	14.76	14.76	2.27	11.04	2.10
合 计	**599.03**	**100.00**	**639.15**	**651.23**	**651.23**	**100.00**	**525.58**	**100.00**

数据来源：阳光人寿提供资料，联合资信整理

阳光人寿不断加大价值型业务发展，各项价值指标持续增长。阳光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，并制定了年度内含价值报告，按照风险贴现率 11.5%的中心假设计算。近年来，阳光人寿继续坚持价值导向，持续发展价值型、长年期缴和保障型保险产品，转型效果逐步显现，带动各项价值指标持续增长。

2020 年以来，阳光人寿继续以保障型和长险期品种为重点营销对象。2020 年 1—9 月，阳光人寿实现原保险保费收入 418.72 亿元，规模保费收入 525.58 亿元。规模保费结构方面，2020 年 1—9 月，阳光人寿普通寿险收入 153.55 亿元，占规模保费的 29.21%；分红险收入 178.24 亿元，占比 33.91%；万能险收入 113.70 亿元，占比 21.63%，其余主要为健康险，另有少量意外险。从保险业务营销渠道来看，受疫情影响，阳光人寿的公司直销渠

道展业难度加大，保费贡献有所下降，同时个人渠道和银邮渠道贡献进一步提升，2020年1—9月，阳光人寿银邮渠道规模保费占总保费的56.41%，个人代理占比34.61%，公司直销占比 6.88%。保险业务支出方面，2020年1—9月，阳光人寿赔付支出为68.82亿元，退保金37.43亿元。

（2）投资业务

得益于可运用保险资金规模的逐年扩大，阳光人寿实现了较好的投资收益；投资业务中以固定收益类投资为主要资产配置，整体较为稳健，但需关注个别资产的兑付风险。

阳光人寿将大部分资金委托阳光保险集团旗下的阳光资产进行投资。近年来，阳光资产严格执行监管法律法规要求的投资品种和比例范围进行投资配置，主要为固定收益类、权益类等投资，在资本金和偿付能力的约束下，制定受托资产配置计划，明确投资限制和业绩基准，努力实现设定的投资目标，并将风险控制在可承受范围之内。

从资产种类来看，阳光人寿保险资金主要投资于债务工具、权益工具、以及长期股权投资，另有一定量的定期存款、流动性管理工具、投资性房地产、存出保证金、保户质押贷款等投资。截至2019年末，阳光人寿投资资产余额 2434.08 亿元，占总资产的91.45%（见表7）。近年来，阳光人寿根据市场走势和自身风险偏好，持续加大投资力度并适度调整投资资产的配置结构，对债券的配置规模显著提升，适当降低信托投资，以降低所面临的信用风险。

阳光人寿保险债务工具投资主要包括债券类投资和非标投资。近年来，阳光人寿债券投资规模快速增长。截至2019年末，阳光人寿债券投资余额 898.27 亿元，占投资资产总额的 36.87%。从结构上来看，阳光人寿的债券配置占比较高的品种主要为政府债、企业债、金融债和同业存单。利率债方面，阳光人寿主要配置长久期国债和政府债，以提升收益水平，同时缩窄资产负债久期缺口；信用债方面，阳光人寿主要投资 AAA 评级的企业，持仓AAA的债券余额平均在80%以上，信用风险相对可控。

权益投资方面，近年来，阳光人寿根据资本市场的情况，适度调整权益类资产的配置规模，权益类资产的配置规模及占比整体呈下降趋势。截至2019年末，阳光人寿权益工具余额467.02亿元，占投资资产的19.17%，其中股票和基金占比相对较高，分别占比6.92%和 4.18%。阳光人寿在股票投资方面主要以高分红股票为主，同时配置一定量的成长股和价值股。

阳光人寿的非标投资以债权投资计划和信托计划为主。近年来，阳光人寿在严控信用风险的前提下，选择交易结构清晰且收益率和期限符合负债端要求的项目进行配置，主要考虑融资人或担保人信用资质较好或者能提供优质资产作为抵押物的产品，底层以大型央企和国企为主，外部信用评级主要为AAA。但2019年以来，随着市场信用风险进一步加大，阳光人寿适当降低非标类资产配置规模，非标资产规模在前期快速增长后有所回落。截至2019年末，阳光人寿信托投资余额254.75亿元，占投资资产的10.46%，债权投资计划余额130.47亿元，占比5.35%。

长期股权投资方面，阳光人寿投资标的主要为合营与联营企业，包括城商行、租赁、资产管理公司等金融企业，以及能源、电力、旅游等产业集团，投资结构相对稳定。截至2019 年末，阳光人寿长期股权投资余额304.85亿元，占投资资产总额的12.51%。

除上述投资外，阳光人寿主要配置一定量定期存款、流动性管理工具、投资性房地产、存出保证金、保户质押贷款等投资。其中，定期存款主要为 1 年期以上的中长期存款；存出资本保证金交易对手以股份制银行

和大型商业银行为主，风险可控；不动产方面，阳光人寿主要投向经济发达省份，东南沿海、中部地区为主，禁入经济欠发达地区，整体投资规模和占比较低，风险相对可控。

表 7　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
货币资金	17.06	0.87	39.41	1.86	27.99	1.15
买入返售金融资产	28.13	1.43	12.30	0.58	34.34	1.41
债务工具	890.34	45.29	1080.26	50.93	1283.49	52.68
权益工具	548.04	27.88	354.54	16.72	467.02	19.17
定期存款	93.43	4.75	151.84	7.16	123.66	5.07
存出资本保证金	36.69	1.87	36.69	1.73	36.69	1.51
保户质押贷款	59.84	3.04	69.96	3.30	81.57	3.35
衍生金融资产	0.00	0.00	0.10	0.00	0.00	0.00
投资性房地产	29.72	1.51	59.27	2.79	57.95	2.38
长期股权投资	218.84	11.13	290.86	13.71	304.85	12.51
其他	43.74	2.23	25.74	1.21	19.10	0.78
投资资产总额	**1965.83**	**100.00**	**2120.97**	**100.00**	**2436.66**	**100.00**
减：减值准备	--		--		2.58	
投资资产余额	**1965.83**		**2120.97**		**2434.08**	
减：卖出回购	**123.71**		**187.01**		**120.86**	
投资资产净额	**1842.12**		**1933.96**		**2313.21**	
行业平均投资收益率	5.77		4.33		4.94	
投资收益率	5.87		5.74		5.18	

注：1.投资收益率=(投资收益+公允价值变动损益-资产减值损失-卖出回购金融资产利息支出）/平均投资资产净额；
2.其中权益工具划分为审计报告口径，包含部分固收类资管产品及债券型基金等；
3.因四舍五入效应致使合计数据存在一定误差
数据来源：阳光人寿审计报告，联合资信整理

从会计科目来看，阳光人寿持有到期投资主要为各类中长期债券；可供出售金融资产以权益投资为主，另有部分信托计划、股权投资计划及少量债券；以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产主要为交易盘的债券投资；归入贷款及应收款的投资主要为非标投资。截至 2019 年末，阳光人寿以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产、可供出售金融资产、持有至到期投资和归入贷款及应收款分别占投资资产净额的 8.02%、25.79%、24.19%和 14.59%，其余投资品种则单设专门的会计科目核算。

近年来，阳光人寿适度调整投资配置结构，根据行情趋势优化固收资产结构，加大债券类等稳健型品种占比，适度降低权益工具投资，整体收益率水平有所下降，但仍处于行业较好水平。2019 年，阳光人寿实现投资收益率 5.18%。

2020 年以来，随着保险业务的持续发展，阳光人寿进一步加大投资力度，投资资产规模较上年末有所增长。截至 2020 年 9 月末，阳光人寿投资资产总额 2911.84 亿元，较上年末增长 19.50%；投资结构方面，由于债券投资规模增幅较大，阳光人寿可供出售金融资产和持有至到期投资规模增长较为明显，其他资产配置整体保持稳定。2020 年 1—9 月，阳光人寿实现投资收益 114.80 亿元，公允价值变动收益 0.51 亿元。

六、风险管理分析

近年来，阳光人寿持续强化全面风险管理体系建设，加强大类风险精细化管理、优化风险管理工具、推进各项风险管理举措落地执行。

近年来，阳光人寿依托集团的支持，持续优化风险管理体系建设。阳光人寿根据《保险公司风险管理指引》《人身保险公司全面风险管理实施指引》以及《中国风险导向的偿付能力体系》（以下简称“偿二代”）等监管规定要求，构建了董事会承担最终责任、高级管理层直接领导、风险管理部牵头、其他相关职能部门互相配合、业务单位全覆盖的多层次风险管理组织体系。阳光人寿根据各业务流程和环节的风险管理要求，针对不同类别的风险制定了相应的风险管理策略。

1. 保险风险管理

阳光人寿不断推进保险风险管理的优化，退保率持续下降，保险风险相对可控。

在“偿二代”框架下，保险风险分为寿险业务保险风险和非寿险业务保险风险。阳光人寿从产品设计定价、精算、核保、理赔等各环节把控保险风险，并通过再保险安排、责任准备金提取等措施管理保险风险。阳光人寿结合“偿二代”相关要求，继续完善和修订标准操作流程及相应制度文档，重新梳理和修订的制度包括《未决赔款准备金评估工作规范（2019修订）》《阳光人寿产品开发手册（2019修订）》《核保业务作业指引（2019修订）》《契约业务运营管理规程（2019修订）》等。阳光人寿准备金评估、产品定价等精算工作严格执行银保监会的相关规定，以保证各项工作的流程、方法合理有效。阳光人寿建立销售风险大数据智能监控系统，利用大数据技术，挖掘业务员行为数据，开展销售误导及涉嫌非法集资等合规风险的预警及调查。阳光人寿产品定价假设根据公司实际情况以及对未来的预期谨慎制定。对于高额保单，阳光人寿采用再保险方式降低高额承保过于集中的风险，目前，阳光人寿已通过再保险安排将部分主要险种的一般死亡、一般意外死亡、交通意外死亡和航空意外死亡责任分出，降低了实际承担的风险保额。

近年来，阳光人寿持续监测损失发生率风险的实际与预期发生率的比率（A/E Ratio），确保其趋势稳定在合理区间内，谨慎分析波动原因并汇报管理层。此外，阳光人寿通过再保险合同将部分风险转移给再保险公司承担，确保自身承担的保险风险在可控范围之内。退保风险方面，阳光人寿重点整治销售误导，总公司层面提高培训和宣导的投入，减少销售误导，提高业务品质；持续改进渠道销售策略：针对各渠道业务特点，包括电销、营销、经代、银行代理在内的各渠道，通过修改基本法、增加业务品质导向、选择优质的渠道合作对象等措施，提高业务继续率；加强对退保经验的监测和分析，有利于管理层及时了解业务退保情况，提高对于业务持续率风险的管控力。近年来，随着阳光人寿业务不断转型，中短存续期产品持续减少，退保规模有所下降，同时，阳光人寿加大存续客户的维护工作力度，综合退保率持续下降，13个月保费继续率保持在较高水平。但另一方面，近年来，阳光人寿持续开展人员结构优化，代理人数量有所下降，对保单继续率造成一定影响；同时，随着保险产品市场持续回暖，银保渠道可选品种不断增长，渠道内部竞争较为激烈，对公司银保渠道的营销和收展形成一定压力，致使银保和个险13个月保费继续率均有所下降。2019年，阳光人寿退保率为6.79%，13个月银保继续率为91.96%，个险继续率为88.17%（见表8）。

表 8　续保、退保情况　　单位：%

项 目	2017 年末	2018 年末	2019 年末
13 个月保费继续率（银保）	96.10	95.65	91.96
13 个月保费继续率（个险）	90.20	90.79	88.17
综合退保率	20.31	18.57	6.79

数据来源：阳光人寿提供资料，联合资信整理

阳光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保险责任准备金计

量的影响，包括折现率、死亡率、发病率、费用率以及退保率等。2018年，受监管政策收紧叠加业务策略转型影响，公司保费收入有所下降，叠加寿险退保和满期给付影响，当年提取保险责任准备金出现净冲回。2019年以来，随着保费收入恢复增长，阳光人寿计提的保险责任准备金也有所增长。2019年，阳光人寿计提保险责任准备金198.54亿元，与保险业务收入的比例为41.26%（见表9）。

表9　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	1102.18	1092.74	1292.40
当年提取保险责任准备金	217.51	-9.66	198.54
提取的保险责任准备金/保险业务收入	42.65	--	41.26

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：阳光人寿审计报告，联合资信整理

2. 投资风险管理

阳光人寿建立了以股东大会、董事会和高级管理层三级决策机构为主体的决策机制，董事会下设战略与投资决策委员会，对公司中长期发展战略和重大投资事项进行审查和决策；资产负债管理委员会，进行负债匹配管理。阳光人寿根据自身的资产负债情况、业务发展情况制定投资指引，确定投资范围和资产配置比例。阳光人寿委托阳光资产进行资金运作。阳光资产以“稳健、规范、专业”的投资理念，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

阳光人寿从国内金融业的信用风险管理状况和公司自身情况出发，建立了基于公司内部评级基础上的标准化信用评估体系，通过信用风险评估和授信管理，有效控制投资过程中的信用风险，固收类业务风险相对可控，需持续关注固收类业务面临的信用风险。

近年来，阳光人寿持续明确投资岗位人员责任，强化执业人员的风险意识与合规意识；发布《阳光人寿投资交易对手资信管理办法》，明确规定公司交易对手管理、授信额度管理、分析并更新交易对手内外部信用评级结果等，后续结合公司银行存款等自行投资资产类别，细化银行交易对手内部评级工作规范，定期更新银行交易对手数据和评级情况。目前，公司持仓债券资产都具有较高的信用等级，以债券、定期存款、信托计划、流动性管理工具等品种为主。其中，定期存款银行的主体信用评级均为AAA级，定期存款的信用风险可控；持有的境内信用债券和债权计划（不含国债和央票）以AAA级债券为主，AA^+级债券余额较低，无AA级及以下债券；境外债券为中资美元债，外部评级全部为BBB级以上。截至2019年末，阳光人寿利率债投资占债券投资总额的50%以上；信用债券投资中外部评级为AAA的债券投资规模超96%，AA^+及以上的债券投资总额比重为100%。2019年以来，随着资本市场信用风险水平加大，阳光人寿适度降低了信托投资规模，投资期限均为5年以内（含5年），交易对手均具有较高的外部信用评级。截至2019年末，阳光人寿投资的一只信托计划出现展期，该信托计划账面余额4.79亿元，未来兑付仍存在一定不确定性，目前该信托计划追加了足额的抵质押物作为补充增信措施，信用风险有所缓解。受到新冠疫情的影响，截至2020年9月末，阳光人寿投资的债券出现未能如期收回本金的情况，面值合计2.77亿元，已全额计提减值准备。考虑到减值金额占总体信用债持仓比例较低，固收类业务风险相对可控。随着市场信用风险的进一步加大，后续仍需关注固收类业务信用风险。

（2）市场风险管理

阳光人寿利率风险和汇率风险较低，但面临一定价格风险，需关注股票市场指数变化对利润及权益的影响。

阳光人寿面临的市场风险是指因利率、权益价格和其他市场价格相关因素的变动引起金融工具的价值变化，从而导致潜在损失的风险。阳光人寿采用通行的VaR方法度量市场风险，同时辅以敏感性分析、情景分析及压力测试等方法对各类投资资产进行风险计量。

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。阳光人寿面临的利率风险主要来源于各类债务工具投资资产。阳光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。根据阳光人寿测算，截至2019年末，假设利率上升150个基点，综合偿付能力充足率下降2.06个百分点至211.61%；假设利率上升50个基点，阳光人寿利润将下降1.41亿元，所有者权益将下降4.47亿元，面临的利率风险较低。

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。阳光人寿面临市场价格风险主要来源于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证券投资基金。阳光人寿采用VaR方法对权益类资产可能遭受的市场价格风险进行测算。阳光人寿以2019年末数据为基础测试，假设沪深300指数下跌20%，公司综合偿付能力充足率下降3.66个百分点；假设市场价格下跌10%，公司利润将下降4.60亿元，所有者权益将下降34.55亿元，面临一定的价格风险。

汇率风险是指金融工具的公允价值或未来现金流量因外汇汇率变动而发生波动的风险。阳光人寿主要交易以人民币进行结算，部分业务交易以美元、澳元和港币结算。截至2019年末，阳光人寿涉及汇率风险的金融资产、负债分别为95.65亿元和70.81亿元。根据阳光人寿测算，2019年末，假设汇率上升10%，外币金融资产和负债将会导致利润总额下降4.22亿元；假设汇率下降10%，股东权益减少2.48亿元，汇率风险较小。

3．流动性风险管理

阳光人寿建立了较为完善的流动性管理监控体系，流动性风险相对可控；现金流整体趋于宽松。

阳光人寿面临的流动性风险主要源自保险合同的退保和各种赔款以及保户储金或保户投资金的到期。阳光人寿通过重新修订《阳光人寿流动性风险管理办法》《阳光人寿流动性风险应急计划》等相关制度文件，明确与流动性相关的风险偏好、容忍度及风险限额；建立经营现金流常态化监测机制，定期出具公司整体及分账户现金流量表，按周、月度监控实际经营活动现金流情况，并对未来的现金流进行动态预测，提前预警，重点关注退保高峰期大量现金流出导致的流动性压力；根据未来业务现金流和资产现金流情况，投资端定时监控资产端流动性水平和负债端产品满期和退保等业务现金流，根据资产负债期限结构匹配情况，提前合理规划资产配置；合理配置高中低流动性资产，以准备足额随时可变现的高流动性资产，防范流动性风险；密切关注资产负债匹配情况，及时防范流动性风险，合理制定业务发展规划，维持未来稳定的现金流。根据公司资本和分账户资产配置状况，合理规划业务发展计划，把握业务发展节奏，实现资产端与负债端相互联动，稳定公司整体及分账户未来预期现金流。

七、财务分析

阳光人寿提供了2017—2019年及2020年三季度合并财务报表及偿付能力报告，安永华明会计师事务所（特殊普通合伙）对上述合并财务报表及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；2020 年三季度合并财务报表及偿付能力报告未经审计。截至 2019 年末，阳光人寿合并范围包括28家子公司和15个结构化

主体。近年来，公司合并范围整体变动不大，不影响财务数据的可比性。

1．盈利能力

近年来，随着保险业务收入的逐步回暖，阳光人寿营业收入显著回升；得益于良好的成本管控能力，阳光人寿净利润水平呈上升趋势。

阳光人寿营业收入主要由已赚保费和投资收益构成，2018 年，受行业整体影响，阳光人寿业务转型过渡期已赚保费收入有所下降；2019 年以来，随着价值转型效果持续显现，相关收入有所回升。投资收益方面，阳光人寿的投资收益主要为固收类投资资产利息收入和权益工具投资资产分红收入。近年来，随着投资资产配置规模的加大，阳光人寿投资收益持续增长。2019 年，阳光人寿实现营业收入 624.40 亿元，其中已赚保费 470.34 亿元，占营业收入的 75.33%；投资收益 115.83 亿元，占营业收入的 18.55%（见表 10）。

阳光人寿营业支出包括退保金、赔付支出、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 年以前，阳光人寿中短存续期产品逐步进入退保阶段，退保金持续增长，2019 年以来，得益于阳光人寿业务结构的转型，存续业务以中长期为主，退保金规模显著下降。阳光人寿赔付支出包括满期给付、年金给付、赔款支出和死伤医疗给付，近年来，随着阳光人寿保障型产品的增长，相应赔付规模整体有所提升。2019 年，阳光人寿退保金 121.72 亿元，赔付支出 77.36 亿元。保险责任准备金方面，2019 年以前，受保险业务收入和退保金共同影响，提取保险责任准备金规模显著下降，2019 年以来，随着保险业务规模的回升，相应保险责任准备金随之增长，2019 年，阳光人寿提取保险责任准备金 198.26 亿元。从成本管控方面来看，2019 年以前，受业务收入下降影响，综合费用率有所提升，2019 年以来，随着业务收入的快速提升，相关费用率有所下降，成本管控能力持续增强。2019 年，阳光人寿综合费用率为 24.01%，手续费及佣金率为 10.71%。

表 10　收益情况　　单位：亿元、%

项 目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 1—9 月
营业收入	652.16	523.52	624.40	544.86
已赚保费	505.78	372.31	470.34	407.90
保险业务收入	510.01	380.08	481.18	418.72
投资收益	107.36	115.34	115.83	114.80
营业支出	634.40	485.21	591.18	509.53
退保金	182.44	245.10	121.72	37.43
赔付支出	67.56	81.21	77.36	68.82
提取保险责任准备金	224.43	-9.79	198.26	252.73
手续费及佣金支出	39.87	38.53	51.55	48.97
业务及管理费	63.11	63.18	62.32	41.96
净利润	17.46	39.02	33.98	33.81
综合费用率	20.17	26.79	24.01	--
手续费及佣金率	7.82	10.14	10.71	--
总资产收益率	0.84	1.72	1.36	--
净资产收益率	6.48	13.69	11.37	--

数据来源：阳光人寿审计报告及财务报表，联合资信整理

近年来，得益于保险业务回暖、投资收益稳步提升以及成本控制能力较好等因素，阳光人寿净利润整体呈上升趋势。2019 年，阳光人寿实现净利润 33.98 亿元，总资产收益率和净资产收益率分别为 1.36%和 11.37%。

2020 年 1—9 月，得益于保险业务的拓展和投资资产规模的增长，阳光人寿已赚保费、投资收益较上年同期均有所增长，实现营业收入 544.86 亿元，其中已赚保费 407.90 亿元、投资收益 114.80 亿元；由于提取保险责任准备金规模增长，阳光人寿营业支出 509.53 亿元，较上年同期有所增长，其中退保金 37.43 亿元、提取保险责任准备金 252.73 亿元。2020 年 1—9 月，阳光人寿实现净利润 33.81 亿元，较上年同期略有增长。

2．流动性

阳光人寿可快速变现资产占比保持较好水

平，资产端久期相对较短，短期流动性风险可控。

从资产负债期限匹配情况来看，近年来，公司推动价值转型，不断发展中长期产品，负债久期持续增长；在资产端，公司为降低错配期限，相应加大投资资产久期，增配长久期的利率债。阳光人寿根据资产负债管理办法，按照季度测算资产负债期限匹配情况，目前公司资产负债期限错配风险可控。但联合资信注意到，随着公司长期险保险产品的不断发展，且在当前市场环境下，国内资本市场长期资产供给不足，公司将面临一定的再投资压力。未来，公司将持续加强资产流动性管理，适当选择并持有久期较长的资产，使其资产负债在期限和收益上达到较好的匹配。

从资产构成来看，公司持有的流动性较高的可快速变现资产主要包括货币资金、可供出售金融资产（扣除未上市股权投资）和定期存款等。近年来，公司可快速变现资产规模有所下降，但占资产总额的比重保持在相对较好的水平。截至2019年末，公司可快速变现资产余额868.98亿元，占资产总额的32.65%（见表11）。短期来看，公司整体流动性状况较为稳定。

表 11　主要流动性指标　　单位：亿元、%

项 目	2017 年末	2018 年末	2019 年末	2020 年 9 月末
可快速变现资产	892.89	706.28	868.98	1175.68
可快速变现资产/资产总额	40.91	30.07	32.65	37.26
未来 1 年内的综合流动比率	128.80	172.85	582.67	228.69
流动性覆盖率（压力情景 1）	947.57	1122.38	3497.21	5297.46
流动性覆盖率（压力情景 2）	1040.82	1228.35	3744.58	6142.36

数据来源：阳光人寿提供资料，联合资信整理

近年来，阳光人寿业务价值转型取得一定成效，退保率显著下降，均符合产品设计的退保率假设。2017—2019 年，阳光人寿短期流动性比率及流动性覆盖率等指标结果良好。根据阳光人寿精算假设及 2020 年三季度流动性压力测试结果显示：在基本情境下，阳光人寿优质流动性资产充裕，可覆盖未来现金流出；同时，阳光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，截至 2020 年 9 月末末阳光人寿流动性保持充裕，未来 1 年内综合流动比率为 228.69%，且情景压力测试下的流动性覆盖率均处于较好水平，各项流动性风险指标较好，流动性资产配置充足；根据阳光人寿情景压力测试显示，公司现有流动性资产储备能够应对未来期间的各项资金需求，流动性风险在可控范围内。

3．资本充足性

阳光人寿业务的持续发展对其资本形成一定消耗，公司偿付能力保持充足水平，但有所下降，若本期资本补充债券成功发行，其偿付能力状况将得到进一步改善。

在资本补充方面，近年来，阳光人寿主要通过利润留存补充资本。截至 2020 年 9 月末，阳光人寿实收资本 183.43 亿元，资本公积 31.91 亿元，所有者权益 355.65 亿元。

认可负债方面，阳光人寿认可负债主要为准备金负债及保户储金及投资款规模，随着规模保费的增长，阳光人寿保户储金及投资款整体呈上升趋势；同时，随着阳光人寿对保证金提取规模的提升，相应对认可负债的贡献有所回升，带动认可负债持续增长，认可负债结构不断优化。认可资产方面，阳光人寿认可资产主要为投资资产、现金及流动性管理工具与长期股权投资。近年来，随着阳光人寿投资资产的增长，带动认可资产持续增长。截至 2019 年末，阳光人寿认可

负债余额 1989.16 亿元，认可资产余额 2619.16 亿元；认可资产负债率为 75.95%（见表 12）。2020 年以来，公司认可资产和认可负债规模均呈增长趋势，且结构较上年末保持稳定。总体看，阳光人寿资产及负债认可规模较大，资产认可度较高，高风险资产规模较小，资产安全性较好。

受认可资产和认可负债规模快速增长影响，阳光人寿实际资本亦呈上升趋势，截至 2019 年末，公司实际资本为 630.01 亿元，较之前年度明显增长。近年来，由于公司产品期限结构不断优化，且保障型产品业务发展对资本消耗较大；同时，受投资资产规模增速影响，公司面临的市场风险最低资本规模呈增长趋势，致使公司最低资本逐年提升，截至 2019 年末，公司最低资本为 292.69 亿元。公司偿付能力充足水平整体呈上升趋势，截至 2019 年末，公司的核心偿付能力充足率和综合偿付能力充足率分别为 194.76%和 215.25%。

2020 年以来，公司最低资本规模持续增长，随着业务不断发展，偿付能力充足水平较上年末有所下降，2020 年 9 月末核心偿付能力充足率和综合偿付能力充足率分别为 191.72%和 210.26%。目前，公司的偿付能力满足监管要求，但未来业务的持续发展将使公司面临一定的资本补充压力。若本期资本补充债券发行成功后，将对资本起到一定的补充作用，偿付能力状况将得到进一步改善。

表 12　偿付能力情况　　单位：亿元、%

项 目	2017 年末	2018 年末	2019 年末	2020 年 9 月末
资产总额	2182.56	2348.97	2661.62	3155.30
负债总额	1892.45	2069.22	2343.88	2799.65
认可资产	2115.78	2264.81	2619.16	3136.07
认可负债	1623.23	1715.58	1989.16	2455.78
实际资本	492.55	549.23	630.01	680.29
其中：核心一级资本	427.63	487.29	570.04	620.31
最低资本	237.28	247.97	292.69	323.54
认可资产负债率	76.72	75.75	75.95	78.31
资产认可率	99.96	99.96	99.97	99.97
核心偿付能力充足率	180.22	196.51	194.76	191.72
综合偿付能力充足率	207.58	221.49	215.25	210.26
综合偿付能力充足率（行业平均水平）	245.00	241.00	240.70	--

注：行业平均综合偿付能力充足率数据来源 wind
数据来源：阳光人寿偿付能力报告，联合资信整理

八、本期债券偿付能力分析

本期债券为阳光人寿拟发行的不超过 50 亿元（含 50 亿元）资本补充债券，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。

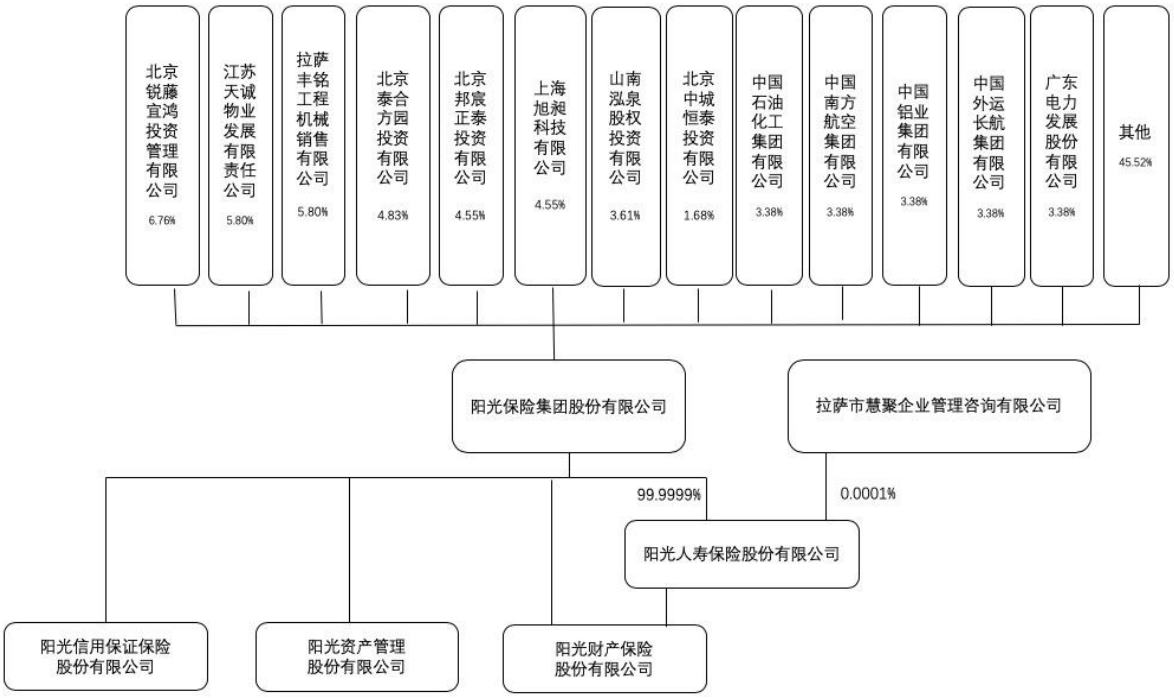
截至 2020 年 9 月末，公司应付债券余额 127.91 亿元，公司本期资本补充债券发行金额不超过 50 亿元（含 50 亿元），如果本期资本补充债券发行成功，发行后公司应付债券余额为 177.91 亿元，综合偿付能力充足率将由 2020 年 9 月末的 210.26%提升至 225.72%。预计本期债券成功发行后，利息支出对公司盈利将造成一定压力，但付息能力不会受到实质性的影响。

此外，本期资本补充债券能否按期偿本付息主要取决于资本补充债券存续期内公司的业务发展持续性、盈利水平以及募集资金的使用情况，综合考虑阳光人寿的业务发展水平、较为稳定的现金流和可快速变现资产，以及募集资金的有效管理和运用，联合资信认为阳光人寿能够为本期债券提供足额本金和利息，本期债券的偿债能力极强。

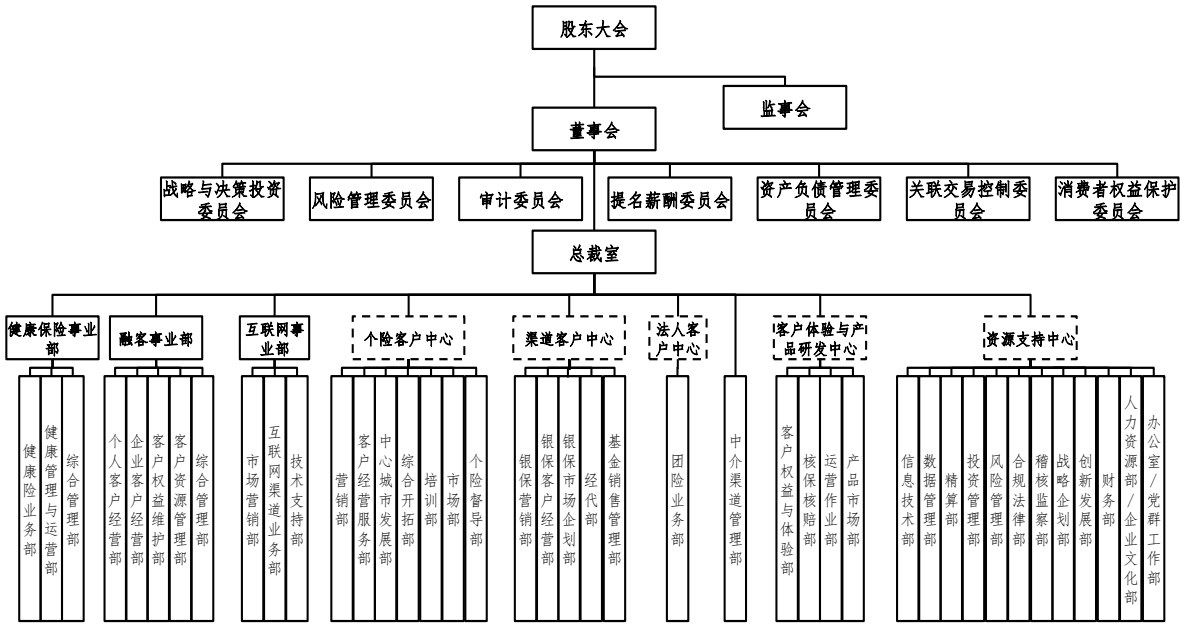
九、结论

综合上述对阳光人寿公司治理、内部控制、业务经营、风险管理以及财务状况等方面综合分析，联合资信认为，在未来一段时间内阳光人寿信用水平将保持稳定。

附录 1　2020 年 9 月末公司股权结构图



附录 2　2020 年 9 月末公司组织架构图



附录 3　同业对比表

2019 年指标	人保寿险	建信人寿	中邮人寿	阳光人寿
总资产	4403.64	1771.97	1923.95	2661.62
所有者权益	421.78	128.44	252.98	317.74
保险业务收入	981.37	297.42	675.41	481.18
原保险保费收入市场份额	3.31	0.99	2.28	1.62
营业收入	1179.01	324.39	748.20	624.40
净利润	32.13	7.57	16.88	33.98
平均净资产收益率	8.77	6.50	8.05	11.37
综合偿付能力充足率	243.80	412.81	162	215.25
核心偿付能力充足率	211.47	412.81	162	194.76

注：“人保寿险”为“中国人民人寿保险股份有限公司”简称；“建信人寿”为“建信人寿保险股份有限公司”简称；“中邮人寿”为“中邮人寿保险股份有限公司”简称

数据来源：各公司公开年报、Wind、中国银行保险监督管理委员会

附录 4　人寿保险公司主要财务指标计算公式

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)+一年内到期的定期存款
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%
综合偿付能力充足率	实际资本/最低资本×100%
核心偿付能力充足率	核心资本/最低资本×100%
准备金赔付倍数	年末保险准备金余额/（当年赔付支出+当年退保金）×100%
赔付率	(赔付支出-摊回赔付支出+提取保险责任准备金-摊回保险责任准备金+提取保费准备金)/已赚保费×100%
退保率	本期退保金/(期初寿险责任准备金+期初长期健康险责任准备金+本期期交保费收入)×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 5-1　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 5-2　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 5-3　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

联合资信评估股份有限公司关于
阳光人寿保险股份有限公司
2021 年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。

阳光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，于每年 7 月 31 日前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。

阳光人寿保险股份有限公司或本期债项如发生重大变化，或发生可能对阳光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，阳光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阳光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，如发现阳光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阳光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，联合资信将就该事项进行必要调查，及时对该事项进行分析，据实确认或调整信用评级结果。

如阳光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阳光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阳光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。