

信用等级公告

联合〔2020〕2480号

联合资信评估有限公司通过对阳光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，确定维持阳光人寿保险股份有限公司主体长期信用等级为AAA，上调阳光人寿保险股份有限公司2016年资本补充债券（60亿元）信用等级为AAA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估有限公司

二〇二〇年七月二十三日



阳光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：AAA

资本补充债券信用等级：AAA

评级展望：稳定

评级时间：2020 年 7 月 23 日

上次跟踪评级结果

主体长期信用等级：AAA

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 26 日

主要数据

项目	2017 年末	2018 年末	2019 年末
资产总额(亿元)	2182.56	2348.97	2661.62
负债总额(亿元)	1892.45	2069.22	2343.88
保险合同准备金(亿元)	1102.18	1092.74	1292.40
股东权益(亿元)	290.11	279.76	317.74
注册资本(亿元)	183.43	183.43	183.43
核心偿付能力充足率(%)	180.22	196.51	194.76
综合偿付能力充足率(%)	207.58	221.49	215.25
项目	2017 年	2018 年	2019 年
营业收入(亿元)	652.16	523.52	624.40
已赚保费(亿元)	505.78	372.31	470.34
净利润(亿元)	17.46	39.02	33.98
投资收益与公允价值变动损益合计(亿元)	106.72	111.88	118.21
投资资产收益率(%)	7.39	2.03	6.85
综合退保率(%)	20.31	18.57	6.79
综合费用率(%)	20.17	26.79	13.05
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、偿付能力报告，联合资信整理

分析师

林璐 余森 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、业务转型成效显著、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。

联合资信评估有限公司确定维持阳光人寿保险股份有限公司主体长期信用等级为 AAA，上调 2016 年资本补充债券（60 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已发行的资本补充债券违约风险极低。

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。

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。

阳光人寿保险股份有限公司

2020 年跟踪评级报告

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 3 月末，阳光人寿的实收资本为 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

截至 2019 年末，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 999 家，其中二级机构 33 家，三级机构 212 家，四、五级机构 737 家；代理人 91222 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。

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、已发行债券概况

阳光人寿存续期内并经联合资信评估有限公司评级的债券为 2016 年资本补充债券（60 亿元），债券概况见表 1。2019 年，根据债券发行条款的规定，阳光人寿在资本补充债券付息日之前按时足额支付了债券利息。

表 1 债券概况

名称	16阳光人寿
规模	60 亿元
期限	10年期，第5年末发行人具有赎回选择权
债券利率	3.60%
付息频率	年付
发行日	2016 年 9 月 26 日

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%，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（见表 2）。

表 2 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

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3 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保险产品，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。

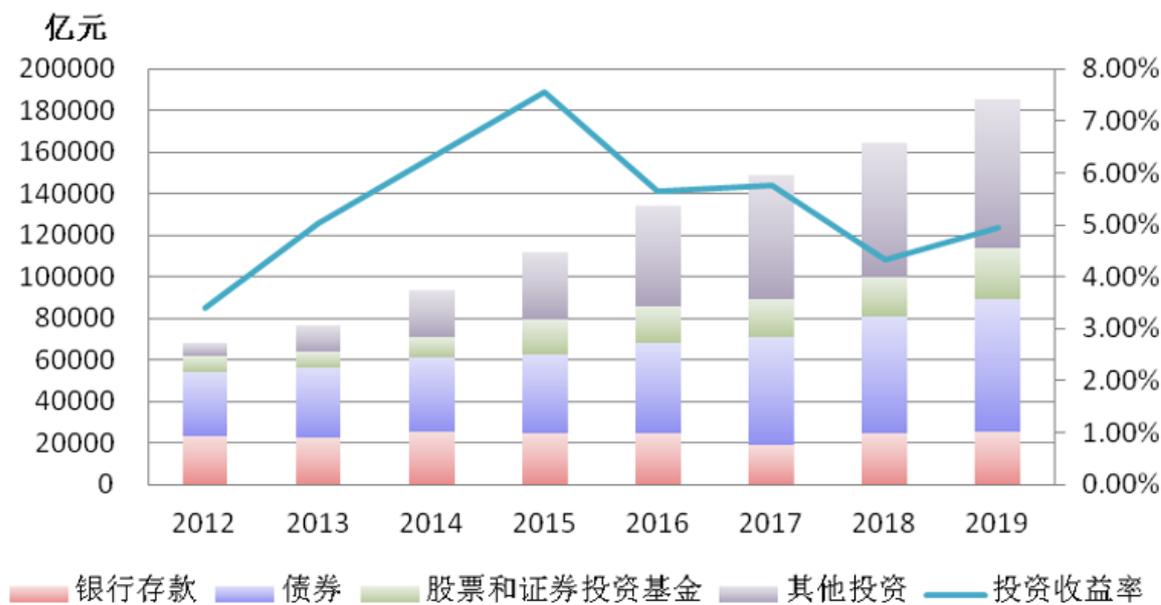
整体看，由于保险行业竞争日益激烈，保险公司为保持市场竞争力，逐步压缩承保利润空间；且由于保险资金运用金额大、占比高，保险公司盈利水平越来越依赖于投资收益。

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；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。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

2019 年，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；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。

2019 年，阳光人寿持续完善公司治理架构，股东大会、董事会、监事会和高级管理层之间各自发挥良好效能，并形成了有效的制约机制。

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。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 年营业收入 1016.20

亿元，净利润 51.30 亿元。

董事会、监事会、高级管理层分别是公司的决策机构、监督机构和执行机构。目前，阳光人寿董事会共有 6 名董事，设董事长 1 名；监事会共有 3 名监事；高级管理层设总经理、副总经理及其他高级管理人员。总经理主持公司的经营管理工作，并向董事会报告工作。阳光人寿总精算师、合规负责人、财务负责人、审计责任人对董事会和总经理负责，列席与其职责相关的董事会会议。2019 年，阳光人寿“三会一层”均能履行其职能，定期召开股东会、董事会和监事会会议，审议通过了年度工作报告、财务预决算和尽职评价等议案。公司监事还通过列席股东大会、董事会会议等方式，履行监督职能，保障股东权益、公司利益和员工的合法权益。

公司总经理王润东先生，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

2019 年以来，阳光人寿持续完善内部控制制度体系。阳光人寿为落实“三年强司、重塑阳光”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。

2019 年以来，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。

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。

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。2019 年以来，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

(1) 保险业务

2019 年以来，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。

2019 年，随着寿险行业发展转好，阳光人寿保险业务收入有所回升，全年实现保险业务收入 481.18 亿元，较上年增长 26.60%，市场占有率 1.62%，在 91 家寿险公司中排名第 14 位，与上年末持平（见表 4）。

表 4 业务经营及市场排名 单位：%

项目	2017年	2018年	2019年
原保险保费收入	510.01	380.08	481.18
原保险保费收入市场份额	1.96	1.45	1.62
原保险保费收入市场排名/市场家数	11/85	14/91	14/91
规模保费	599.03	639.15	651.23
规模保费市场份额	1.85	1.87	1.69
规模保费市场排名/市场家数	12/85	12/91	15/91

数据来源：银保监会网站及公司提供资料，联合资信整理

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。2019 年以来，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。

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（见表 5）。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。

表 5 阳光人寿保险业务收入结构 单位：亿元

项目	2017年	2018年	2019年
普通寿险	325.26	82.54	120.09
分红险	127.30	215.75	256.63
意外险	8.98	13.05	15.30
健康险	40.77	60.01	79.97
万能险	96.58	267.69	179.12
投连险	0.14	0.11	0.12
规模保费	599.03	639.15	651.23

数据来源：阳光人寿审计报告，联合资信整理

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，2019 年以来，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）。

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，2019 年以来，阳光人寿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	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
个人代理	172.30	28.76	165.05	25.82	193.15	29.66
银邮代理	350.64	58.53	378.10	59.16	354.05	54.37
公司直销	61.20	10.22	84.01	13.14	89.27	13.71
其他	14.89	2.49	11.98	1.87	14.76	2.27
合计	599.03	100.00	639.15	100.00	651.23	100.00

数据来源：阳光人寿提供，联合资信整理

2019年以来，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。2019年，阳光人寿趸缴业务实现规模保费收入 275.98 亿元，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。

(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。2019年以来，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，并将风险控制可在可承受范围之内。

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，较上年末增长 14.76%，占总资产的 91.45%（见表 7）。2019 年以来，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。2019 年以来，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，2019 年以来，阳光人寿根据资本市场的情况，适度加大权益工具的配置规模。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。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。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。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 阳光人寿投资资产

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
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。

2019 年以来，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，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%。

(3) 经营绩效

2019 年，得益于保险业务收入的提升，阳光人寿营业收入显著增长，营业支出有所提升，盈利相对平稳。

阳光人寿营业收入主要由已赚保费和投资收益构成，2019 年以来，随着价值转型效果持续显现，阳光人寿已赚保费有所回升。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。2019 年以来，随着投资资产配置结构的调整，阳光人寿投资收益较上年有所下降。2019 年，阳光人寿实现营业收入 624.40 亿元，较上年增长 19.27%，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）。

2019 年，阳光人寿营业支出 591.18 亿元，主要包括退保金、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。其中，退保金支出 121.72 亿元，主要为中短期寿险业务退保；赔付支出 77.36 亿元，主要为年金给付和产品到期满期给付；提取保险责任准备金 198.26 亿元，提取规模大幅增长，主要为当年保险业务收入增长所致。

2019 年，阳光人寿业务及管理费有所下降，得益于收入水平增长较快，费用率有所下降，综合费用率为 24.01%；随着阳光人寿代理人渠道占比的提升，手续费及佣金规模较上年显著

增长，但较快增长的业务收入使手续费及佣金率与上年度基本持平，手续费及佣金率为 10.71%（见表 8）。

表 8 阳光人寿收益情况 单位：亿元、%

项目	2017 年	2018 年	2019 年
营业收入	652.16	523.52	624.40
已赚保费	505.78	372.31	470.34
保险业务收入	510.01	380.08	481.18
投资收益	107.36	115.34	115.83
营业支出	634.40	485.21	591.18
退保金	182.44	245.10	121.72
赔付支出	67.56	81.21	77.36
提取保险责任准备金	224.43	-9.79	198.26
手续费及佣金支出	39.87	38.53	51.55
业务及管理费	63.11	63.18	62.32
净利润	17.46	39.02	33.98
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，联合资信整理

2019 年，阳光人寿净利润及盈利水平保持相对平稳状态。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%。

六、风险管理分析

2019 年以来，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。

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

2019年以来，阳光人寿继续推进保险风险管理的优化，退保率较上年显著下降，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。

2019年以来，阳光人寿在损失发生率风险方面，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。2019年以来，随着阳光人寿业务进一步转型，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个月继续率保持在较高水平。但另一方面，2019年以来，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个月继续率均有所下降。2019年，阳光人寿退保率为6.79%，较上年显著下降；13个月银保继续率为91.96%，个险继续率为88.17%，均较上年小幅下降。

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。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，阳光人寿提取保险责任准备金198.54亿元（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

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

2019年以来，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，需持续关注信托业务面临的信用风险。

2019年以来，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+级及AA级债券余额较低，且AA级以下资产均为境外固收资产。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；信用债券投资中外评级为AAA的债券投资规模超80%，AA+及以上的债券投资总额比重约85%。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。2019年以来，阳光人寿持有的信托资产面临一定逾期兑付风险，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。

(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，流动性风险先对可控；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。2019年，阳光人寿重新修订了《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。

从现金流情况来看，2019年由于收到原保险合同保费取得的现金大幅增长，经营活动产

生的现金净流入规模显著上升；由于收回投资收到的现金降幅明显，投资活动产生的现金净流出规模有所增长；由于偿还债务及处置卖回购金融资产的现金净额规模较大，当年筹资活动现金流由净流入转为净流出，且规模较大（见表10），整体看，阳光人寿现金流较为宽松。

表 10 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量净额	36.79	54.47	288.45
投资活动产生的现金流量净额	-228.05	-108.79	-157.39
筹资活动产生的现金流量净额	50.38	60.53	-120.81
现金及现金等价物净增加额	-145.84	6.52	10.61
期末现金及现金等价物余额	45.19	51.71	62.32

数据来源：阳光人寿审计报告，联合资信整理

七、偿付能力分析

2019年以来，阳光人寿认可资产及负债进一步增长，偿付能力保持充足水平。阳光人寿提供了2019年偿付能力报告，安永华明会计师事务所（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。

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，2019年以来，随着规模保费的增长，阳光人寿保户储金及投资款进一步增长；同时，随着阳光人寿对准备金提取规模的提升，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。2019年以来，随着阳光人寿投资资产的增长，带动认可资产进一步增长。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11）。

表 11 阳光人寿偿付能力情况 单位：亿元、%

项目	2017年末	2018年末	2019年末
认可资产	2115.78	2264.81	2619.16
认可负债	1623.23	1715.58	1989.16

实际资本	492.55	549.23	630.01
最低资本	237.28	247.97	292.69
认可资产负债率	76.72	75.75	75.95
资产认可率	99.96	99.96	99.97
核心偿付能力充足率	180.22	196.51	194.76
综合偿付能力充足率	207.58	221.49	215.25

数据来源：阳光人寿偿付能力报告，联合资信整理

截至 2019 年末，阳光人寿实际资本合计 630.01 亿元，其中核心一级资本 570.04 亿元，附属一级资本 59.96 亿元；核心偿付能力充足率 194.76%，综合偿付能力充足率 215.25%，偿付能力充足。

八、债券偿付能力分析

截至本报告出具日，阳光人寿已发行且尚在存续期的资本补充债券本金 60.00 亿元人民币。阳光人寿资本补充债券偿还顺序在发行人的一般债权人之后，其他一级资本工具之前，与已发行的次级定期债务同顺位受偿，以 2019 年末的财务数据为基础，阳光人寿净利润、可快速变现资产、股东权益对次级债务和资本补充债券本金的保障倍数见表 12。总体看，阳光人寿净利润对已发行债券的保障程度弱，可快速变现资产和股东权益对已发行债券的保障程度较好。

表 12 债务保障情况 单位：亿元、倍

项目	2018 年末	2019 年末
次级债及资本补充债券本金	70.00	60.00
净利润/次级债及资本补充债券本金	0.56	0.57
可快速变现资产/次级债及资本补充债券本金	11.38	15.16
股东权益/次级债及资本补充债券本金	4.00	5.30

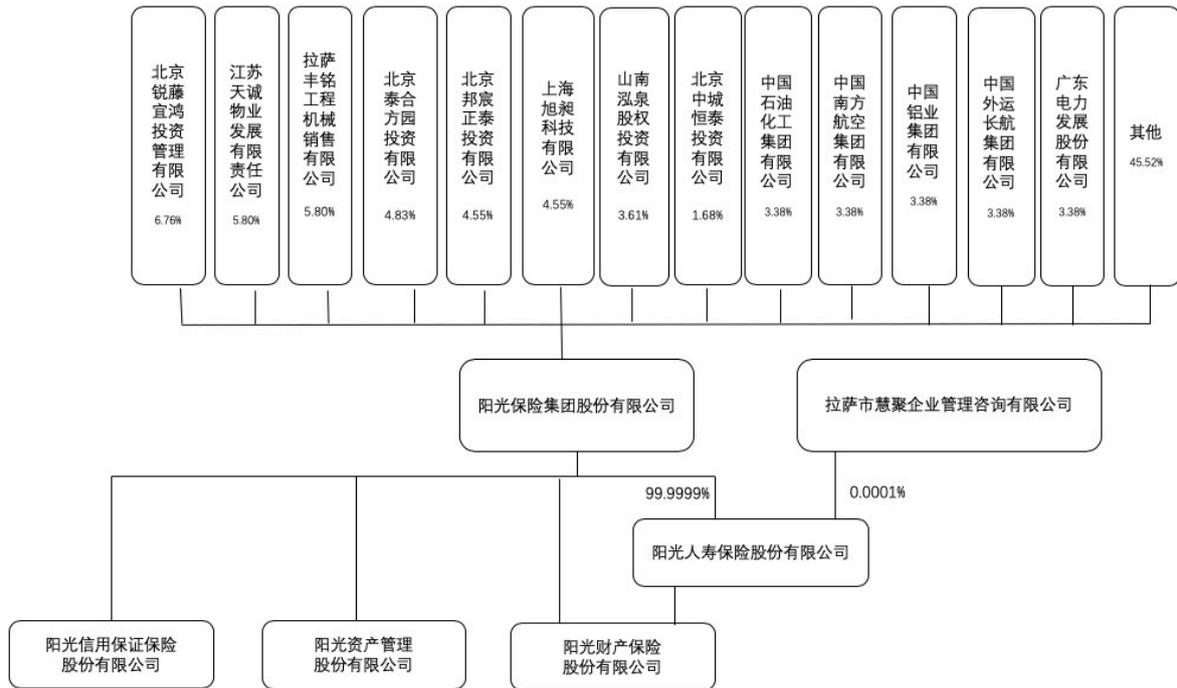
数据来源：阳光人寿审计报告和提供资料，联合资信整理

九、结论

2019 年以来，阳光人寿进一步健全公司治理机制和风险控制体系，为业务的发展提供了良好的保障；经营区域覆盖全国主要省市、自治区，建立了覆盖面较广的营销渠道；阳光人寿保险业务的价值转型效果逐步显现，个

人营销渠道建设不断加强，保险业务发展持续向好；阳光人寿坚持以回归保险主业为导向，向高价值公司转型，优化产品结构，改善业务品质，以实现新业务价值增长；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，加大了其信用风险管理压力；公司控股股东阳光保险集团旗下拥有财产保险、人寿保险、资产管理等多家专业子公司，并通过整合旗下保险和投资资源，满足客户产品需求，为公司业务发展提供了有力支持。综上，联合资信认为，在未来一段时期内，阳光人寿保险股份有限公司信用水平将保持稳定。

附录 1 2019 年末股权结构图



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 4-1 保险公司主体长期信用等级的设置及含义

联合资信保险公司主体长期信用等级划分为三等九级，分别为：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。各等级含义如下表所示：

级别	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，有较高违约风险。
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的设置及含义

联合资信保险公司中长期债券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，未来信用等级可能调升、调降或维持