

联合资信评估有限公司

承诺书

本机构承诺出具的《幸福人寿保险股份有限公司 2019 年跟踪信用评级报告》不存在虚假记载、误导性陈述或重大遗漏，并对其真实性、准确性及完整性负责。

联合资信评估有限公司

二〇一九年七月二十四日



信用等级公告

联合〔2019〕2363号

联合资信评估有限公司通过对幸福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，确定下调幸福人寿保险股份有限公司主体长期信用等级为 AA⁺，幸福人寿保险股份有限公司 2018 年资本补充债券（30 亿元）的信用等级为 AA，维持幸福人寿保险股份有限公司 2015 年资本补充债券（30 亿元）的信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估有限公司

二〇一九年七月二十四日



幸福人寿保险股份有限公司

2019年跟踪信用评级报告

本次跟踪评级结果

发行人主体长期信用等级：AA⁺
2015年资本补充债券：
担保方主体长期信用等级：AAA
资本补充债券信用等级：AAA
2018年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24日

上次评级结果

发行人主体长期信用等级：AAA
2018年资本补充债券信用等级：AA⁺
评级展望：稳定
评级时间：2018年10月17日

主要数据

项 目	2019年 3月末	2018年末	2017年末	2016年末
资产总额(亿元)	649.92	678.41	728.54	670.37
负债总额(亿元)	591.63	631.75	646.20	645.19
保险合同准备金(亿元)	397.70	376.07	395.66	311.86
股东权益(亿元)	58.30	46.66	82.34	25.18
实际资本(亿元)	101.30	101.30	107.10	67.26
核心偿付能力充足率(%)	115.65	93.04	100.91	66.31
综合偿付能力充足率(%)	216.19	186.07	140.34	119.60
项 目	2019年 1—3月	2018年	2017年	2016年
营业收入(亿元)	48.53	105.13	235.73	188.20
已赚保费(亿元)	38.21	91.29	184.48	136.27
净利润(亿元)	2.63	-68.01	0.49	0.18
投资收益及公允价值变动损益 之和(亿元)	10.17	13.01	50.45	51.04
投资资产收益率(%)	-	-4.98	6.38	6.90
退保率(%)	-	27.60	22.13	17.19
综合费用率(%)	-	22.96	13.93	16.40
手续费及佣金率(%)	-	9.78	6.55	5.54
总资产收益率(%)	-	-9.67	0.07	0.03
净资产收益率(%)	-	-105.45	0.92	0.54

注：核心偿付能力充足率、综合偿付能力充足率数据口径为《保险公司偿付能力监管规则（1-17号）》（保监发〔2015〕22号）
数据来源：幸福人寿审计报告、偿付能力报告及提供资料，联合资信整理

分析师

郎 朗 刘莫欣 凌子

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

幸福人寿保险股份有限公司（以下简称“幸福人寿”或“公司”）成立于2007年，为中国信达资产管理有限公司（以下简称“中国信达”）控股子公司。2018年以来，幸福人寿持续加强公司治理和风险控制体系建设，建立健全覆盖面较广的市场营销渠道，根据监管政策导向推动保险业务价值转型，加大长期储蓄型和保障型产品开发力度，期缴业务实现快速发展；2018年30亿元资本补充债券的发行有助于幸福人寿提升资本实力、优化资本结构。但另一方面，受监管政策影响，公司推动业务转型，调整产品期限结构，转型期内保险业务收入大幅下降；中短存续期产品的满后退保导致其退保率处于较高水平；受股市波动影响，较大规模的上市权益类投资资产亏损严重，并对其偿付能力充足率和净利润均产生了较大负面影响；且盈利亏损对权益造成侵蚀，股东权益大幅下降。2019年6月，中国信达发布公告拟公开转让其持有的幸福人寿全部股份，未来幸福人寿股权变动情况及对未来公司治理、业务经营、风险管理等方面的影响存在不确定性，尚需持续关注。此外，中国信达对幸福人寿已发行的2015年资本补充债券提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。经联合资信评估有限公司评定，中国信达主体长期信用等级为AAA，评级展望为稳定。

综上所述，联合资信评估有限公司确定下调幸福人寿保险股份有限公司主体长期信用等级为AA⁺，2018年资本补充债券（30亿元）的信用等级为AA，维持2015年资本补充债券（30亿元）的信用等级为AAA，评级展望为稳定。该评级结论反映了幸福人寿已发行2015年资本补充债券的违约风险极低，2018年资本补充债券的违约风险很低。

优势

1. 幸福人寿建立健全覆盖面较广的营销渠道，并根据监管政策导向推动保险业务价值转型，加大长期储蓄型和保障型产品开发力度，期缴业务实现快速发展。
2. 2018年30亿元资本补充债券的发行有助于幸福人寿提升资本实力、优化资本结构。

关注

1. 随着保险行业监管政策对中短存续期产品和快返型产品监管约束趋严，幸福人寿推动业务转型，并调整产品期限结构，转型期内保险业务收入大幅下降，市场份额有所下降，且由于新产品上线需要一定时间，未来保险业务结构调整及收入水平面临一定压力。
2. 由于幸福人寿的存量业务中短期存续期产品规模较大，面临较大满后退保压力，退保率处于较高水平，相关风险需持续关注。
3. 幸福人寿投资资产配置中权益工具投资占比较高，受股票市场价格下跌影响，股票、基金及类基金资产管理产品等上市权益类资产亏损严重，对其偿付能力充足率和净利润产生了较大负面影响，投资业务面临较大市场风险。
4. 幸福人寿净亏损规模较大，对其所有者权益造成侵蚀，股东权益规模明显下降。
5. 随着业务的持续发展，幸福人寿仍面临一定的资本补充及业务结构调整压力，偿付能力有待提升。
6. 中国信达于2019年6月11日发布公告，拟转让所持全部幸福人寿股权，截至报告出具日上述股权转让尚未完成，未来幸福人寿的股权结构、公司治理、业务经营及风险管控情况等存在较大的不确定性。

声 明

一、本报告引用的资料主要由幸福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”）对以上资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

二、除因本次评级事项联合资信与该公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

三、联合资信与评级人员履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

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

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

六、本次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。

幸福人寿保险股份有限公司

2019年跟踪信用评级报告

一、主体概况

幸福人寿保险股份有限公司(以下简称“幸福人寿”或“公司”)成立于2007年11月,是由中国信达资产管理股份有限公司、中国中旅(集团)公司、大同煤矿集团有限责任公司、奇瑞汽车股份有限公司、芜湖市建设投资有限公司、陕西煤业化工集团有限责任公司等15家企业共同发起组建的全国性股份制人寿保险公司,初始注册资本11.59亿元。自成立以来,幸福人寿多次通过增资扩股的方式增加注册资本,2016—2017年,公司先后募集资金5.88亿元和63.87亿元,注册资本增至101.30亿元。截至2019年3月末,幸福人寿前五大股东持股情况见表1,其中控股股东中国信达资产管理股份有限公司(以下简称“中国信达”)持股比例为50.995%。2019年6月11日,中国信达发布公告拟公开转让所持全部幸福人寿股权,截至报告出具日上述股权转让尚未完成。

表1 幸福人寿前五大股东持股情况 单位: %

股东名称	持股比例
中国信达资产管理股份有限公司	50.995
三胞集团有限公司	14.182
深圳市亿辉特科技发展有限公司	9.271
陕西煤业化工集团有限责任公司	8.185
深圳市拓天投资管理有限公司	7.104
合计	89.737

数据来源:幸福人寿提供,联合资信整理

幸福人寿的经营范围:人寿保险、健康保险、意外伤害保险等各类人身保险业务;上述业务的再保险业务;国家法律允许的保险资金运用业务;经中国保监会¹批准的其他业务。(企业依法自主选择经营项目,开展经营活动;依

法须经批准的项目,经相关部门批准后依批准的内容开展经营活动;不得从事本市产业政策禁止和限制类项目的经营活动。)

截至2019年3月末,幸福人寿已在北京、上海、陕西等22个省市开设独立分支机构;开业机构数量253家,其中二级机构22家,三级机构79家,四级机构152家。

截至2018年末,幸福人寿资产总额678.41亿元,其中投资资产净额655.14亿元;负债总额631.75亿元,其中保险合同准备金合计376.07亿元;股东权益46.66亿元;实际资本101.30亿元,核心偿付能力充足率93.04%,综合偿付能力充足率186.07%。2018年,幸福人寿实现营业收入105.13亿元,其中已赚保费91.29亿元,投资收益13.12亿元;净利润-68.01亿元。

截至2019年3月末,幸福人寿资产总额649.92亿元,其中投资资产净额625.28亿元;负债总额591.63亿元,其中保险合同准备金合计397.70亿元;股东权益58.30亿元;实际资本101.30亿元,核心偿付能力充足率115.65%,综合偿付能力充足率216.19%。2019年一季度,幸福人寿实现营业收入48.53亿元,其中已赚保费38.21亿元,投资收益10.01亿元;净利润2.63亿元。

注册地址:北京市东城区东中街29号东环广场B座八层。

法定代表人:刘明

二、已发行债券概况

截至本报告出具日,幸福人寿已发行且在存续期内的可赎回资本补充债券本金合计60.00亿元,包括2015年12月发行的资本补充债券本金30亿元,担保方为中国信达;2018

¹ 注:现中国银保监会。

年 11 月发行资本补充债券本金 30.00 亿元，债券概况见表 2。2018 年，幸福人寿在债券付息

日之前及时对外发布了债券的付息公告，并按日足额支付了相应的利息。

表 2 债券概况

债券简称	15幸福人寿	18幸福人寿
发行方式	公开发行	公开发行
发行规模	30 亿元	30 亿元
期限	(5+5) 年	(5+5) 年
债券利率	4.00%	5.20%
付息频率	每年	每年

数据来源：中国货币网，联合资信整理

三、经营环境分析

1. 宏观经济环境分析

2018 年，随着全球贸易保护主义抬头和部分发达国家货币政策趋紧，以及地缘政治紧张带来的不利影响，全球经济增长动力有所减弱，复苏进程整体有所放缓，区域分化更加明显。在日益复杂的国际政治经济环境下，我国经济增长面临的下行压力有所加大。2018 年，我国继续实施积极的财政政策和稳健中性的货币政策，经济运行仍保持在合理区间，经济结构继续优化，质量效益稳步提升。2018 年，我国国内生产总值（GDP）90.0 万亿元，同比实际增长 6.6%（见表 3），较 2017 年小幅回落 0.2 个百分点，实现了 6.5%左右的预期目标，增速连续 16 个季度运行在 6.4%~7.0%区间，经济运行的稳定性和韧性明显增强；西部地区经济增速持续引领全国，区域经济发展有所分化；物价水平温和上涨，居民消费价格指数（CPI）涨幅总体稳定，工业生产者出厂价格指数（PPI）与工业生产者购进价格指数（PPIRM）涨幅均有回落；就业形势总体良好；固定资产投资增速略有回落，居民消费平稳较快增长，进出口增幅放缓。

积极的财政政策聚焦减税降费和推动地方政府债券发行，为经济稳定增长创造了良好条件。2018 年，我国一般公共预算收入和支出分别为 18.3 万亿元和 22.1 万亿元，收入同比增幅（6.2%）低于支出同比增幅（8.7%），财政赤字 3.8 万亿元，较 2017 年同期（3.1 万亿元）

继续增加。财政收入保持平稳较快增长，财政支出对重点领域改革和实体经济发展的支持力度持续增强；继续通过大规模减税降费减轻企业负担，支持实体经济发展；推动地方政府债券发行，加强债务风险防范；进一步规范 PPP 模式发展，PPP 项目落地率继续提高。稳健中性的货币政策加大逆周期调节力度，保持市场流动性合理充裕。2018 年，央行合理安排货币政策工具搭配和操作节奏，加强前瞻性预调微调，市场利率呈小幅波动下行走势；M1、M2 增速有所回落；社会融资规模增速继续下降，其中，人民币贷款仍是主要融资方式，且占全部社会融资规模增量的比重（81.4%）较 2017 年明显增加；人民币汇率有所回落，外汇储备规模小幅减少。

三大产业增加值同比增速均较上年有所回落，但整体保持平稳增长，产业结构继续改善。2018 年，我国农业生产形势较为稳定；工业生产运行总体平稳，在深入推进供给侧结构性改革、推动产业转型升级的背景下，工业新动能发展显著加快，工业企业利润保持较快增长；服务业保持较快增长，新动能发展壮大，第三产业对 GDP 增长的贡献率（59.7%）较 2017 年（59.6%）略有上升，仍是拉动经济增长的主要力量。

固定资产投资增速略有回落。2018 年，全国固定资产投资（不含农户）63.6 万亿元，同比增长 5.9%，增速较 2017 年下降 1.3 个百分点，主要受基础设施建设投资增速大幅下降影响。其中，民间投资（39.4 万亿元）同比增长 8.7%，

增速较 2017 年（6.0%）有所增加，主要受益于 2018 年以来相关部门通过持续减税降费、简化行政许可与提高审批服务水平、降低企业融资成本等措施，并不断鼓励民间资本参与 PPP 项目、引导民间资本投资和制造业转型升级相结合等多种方式，使民间投资活力得到一定程度的释放。具体来看，全国房地产开发投资 12.0 万亿元，同比增长 9.5%，增速较 2017 年（7.0%）加快 2.5 个百分点，全年呈现平稳走势；受金融强监管、地方政府性债务风险管控不断强化的影响，全国基础设施建设投资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）14.5 万亿元，同比增长 3.8%，增速较 2017 年大幅下降 15.2 个百分点；制造业投资增速（9.5%）持续提高，主要受高技术制造业投资、制造业技术改造投资以及装备制造业投资的带动。

居民消费总量持续扩大，消费结构不断优化升级。2018 年，全国社会消费品零售总额 38.10 万亿元，同比增长 9.0%，增速较 2017 年回落 1.2 个百分点，扣除价格因素实际增长 6.9%。2018 年，全国居民人均可支配收入 28228 元，同比名义增长 8.7%，扣除价格因素实际增长 6.5%，增幅较 2017 年回落 0.82 个百分点。具体来看，生活日常类消费如日用品类，粮油食品、饮料烟酒类，服装鞋帽、针、纺织品类消费仍保持较快增长；升级类消费品如家用电器和音像器材类、通讯器材类消费持续增长，汽车消费中中高端汽车及新能源汽车销量占比提高；旅游、文化、信息等服务类消费较快增长；网络销售继续保持高增长态势。

进出口增幅明显放缓，贸易顺差持续收窄。2018 年，国际环境错综复杂，金融市场、大宗商品价格剧烈波动、全球贸易保护主义及单边主义盛行，国内长期积累的结构性矛盾不断凸显。2018 年，我国货物贸易进出口总值 30.5 万亿元，同比增加 9.7%，增速较 2017 年下降 4.5 个百分点。具体来看，出口和进口总值分别为 16.4 万亿元和 14.1 万亿元，同比增速分别为 7.1%和 12.9%，较 2017 年均有所下降。贸易顺

差 2.3 万亿元，较 2017 年有所减少。从贸易方式来看，2018 年，一般贸易进出口占我国进出口总额的比重（57.8%）较 2017 年提高 1.4 个百分点。从国别来看，2018 年，我国对前三大贸易伙伴欧盟、美国和东盟进出口分别增长 7.9%、5.7%和 11.2%，对“一带一路”沿线国家合计进出口 8.37 万亿元，同比增长 13.3%，我国与“一带一路”沿线国家的贸易合作潜力持续释放，成为拉动我国外贸增长的新动力。从产品结构来看，机电产品、传统劳动密集型产品仍为出口主力，进口方面仍以能源、原材料为主。

2019 年一季度，受贸易保护主义倾向抬头和地缘政治等因素影响，全球经济增长动能继续减弱，经济复苏压力加大。在此背景下，我国积极的财政政策继续加力增效，稳健的货币政策加强逆周期调节，保证了市场流动性合理充裕。2019 年一季度，我国经济展现出较强的韧性，延续了近年来平稳增长的态势，国内生产总值(GDP)21.3 万亿元，同比实际增长 6.4%，增速与上季度持平，较上年同期有所下降；物价水平温和上涨；PPI、PPIRM 企稳回升；就业形势总体稳定。从三大产业来看，农业生产略有放缓；工业生产总体平稳，工业企业利润增速有所回落；服务业增速也有所放缓，但仍是拉动 GDP 增长的主要力量。从三大需求来看，固定资产投资增速环比回升、同比有所回落。其中，房地产投资增速环比和同比均有所提高；基础设施建设投资增速企稳回升，但较上年同期仍明显回落；制造业投资增速环比明显下降，同比仍有所上升。居民消费环比有所回升，同比有所回落。进出口增速明显放缓。

展望 2019 年，国际贸易紧张局势或将继续升温、英国脱欧的不确定性增加、部分国家民族主义兴起及地缘政治等因素将进一步抑制世界经济复苏进程。在此背景下，我国将实施积极的财政政策和稳健的货币政策，通过合理扩大有效投资、推动消费稳定增长、促进外贸稳中提质为“稳增长”提供重要支撑，同时通过深

化供给侧结构性改革和重点领域改革、培育壮大新动能、继续打好三大攻坚战等推动经济高质量发展，2019年我国经济运行仍将保持在合理区间。具体来看，固定资产投资增速有望持续企稳，其中，基础设施建设投资将发挥逆周期调节作用，基础设施补短板力度将有所加大，投资增速有望持续企稳回升；制造业中转型升级产业、高新技术制造业、装备制造业投资等将继续保持较快增速，为制造业投资增长提供重要支撑，但受当前企业利润增速有所放缓、出口不确定性较强等不利因素的影响，制造业投资仍有继续回落的可能；我国城镇化进程的持续以及2019年以来房地产市场的有所回温有利于房地产开发投资的增长，但房地产调控和房地产金融政策的基调没有发生变化，在“房

住不炒”的定位下房地产投资增速将保持相对稳定。在一系列促消费以及个税改革政策的实施背景下，我国居民消费将持续扩容和升级，居民消费将保持平稳增长，但外部需求放缓及中美贸易摩擦可能会对国内就业和居民收入增长带来不利影响，对居民消费的增长可能会产生一定程度的抑制。外贸方面，受全球经济增速放缓、地缘政治风险扰动等不利因素影响，外部需求或将持续弱化，出口增长受到制约，同时去产能、结构升级等也可能造成相关产品进口增速的下降，我国进出口增速仍大概率回落。总体来看，考虑到制造业投资增速以及进出口增速或将持续放缓，未来经济增速或将有所回落，预计2019年我国GDP增速在6.3%左右。

表3 宏观经济主要指标 单位：%、亿元

项目	2018年	2017年	2016年	2015年	2014年
GDP增长率	6.6	6.9	6.7	6.9	7.4
CPI增长率	2.1	1.6	2.0	1.4	2.0
PPI增长率	3.5	6.3	-1.4	-5.2	-1.9
M2增长率	8.1	8.2	11.3	13.3	12.2
固定资产投资增长率	5.9	7.0	8.1	10.0	15.7
社会消费品零售总额增长率	9.0	10.2	10.4	10.7	10.9
进出口总额增长率	9.7	14.2	-0.9	-7.0	2.3
进出口贸易差额	23303	28718	33523	36865	23489

资料来源：国家统计局、人民银行、Wind 资讯，联合资信整理

2. 寿险行业发展概况

(1) 业务概况

近年来，受宏观经济增长放缓影响，我国实施积极的财政政策和稳健中性的货币政策，为保险行业的发展提供了良好的政策环境。在积极的财政政策下，投资增长特别是公共消费型基础投资、养老产业的相关投资，不但为保险资产配置提供了渠道，也会带动新的保险需求。在稳健中性的货币政策下，寿险公司资金成本长期来看维持在稳定合理。2018年以来，在监管趋严及寿险公司回归稳健业务增长模式的背景下，寿险行业所面临的风险逐步降低。随着寿险公司将业务中心转向长期期缴型及保障型产品，保费

增速明显放缓。2018年，我国寿险业务原保费收入2.72万亿元，同比增长1.87%。其中，普通寿险实现原保险保费收入2.07万亿元，同比下降3.41%；健康险业务实现原保险保费收入0.54万亿元，同比增长24.12%。资产方面，寿险公司总资产14.61万亿元，较年初增长10.55%，寿险公司资产增速有所加快。

寿险市场集中度方面，截至2018年末，我国共有 91 家人身保险公司，其中中资公司 63 家，外资公司 28 家，主体数量稳步增长。2016—2018 年，我国人身保险行业市场集中度高，原保费收入前 10 大公司市场份额合计占比在 70% 以上（见表 4），前十大

寿险市场集中度呈一定波动。2018年，前七大寿险公司原保费收入市场占有率进一步提升，安邦人寿被接管后业务处于调整期，原保费收入市场占有率快速下降。此外，外

资人身险公司原保险保费收入合计市场份额为8.10%，市场占有率呈上升趋势，但仍维持在较低水平。

表4 寿险公司市场集中度（原保费收入） 单位：%

排名	2016年		2017年		2018年	
	公司	占比	公司	占比	公司	占比
1	国寿股份	19.85	国寿股份	19.67	国寿股份	20.42
2	平安人寿	12.69	平安人寿	14.17	平安人寿	17.02
3	太保人寿	6.33	安邦人寿	7.28	太保人寿	7.67
4	安邦人寿	5.26	太保人寿	6.68	华夏人寿	6.03
5	新华人寿	5.19	泰康人寿	4.43	太平人寿	4.71
6	和谐健康	4.93	太平人寿	4.38	新华人寿	4.66
7	人保寿险	4.84	新华人寿	4.20	泰康人寿	4.47
8	富德生命人寿	4.71	人保寿险	4.08	人保寿险	3.57
9	太平人寿	4.35	华夏人寿	3.34	富德生命人寿	2.73
10	泰康人寿	4.14	富德生命人寿	3.09	天安人寿	2.23
	合计	72.30	合计	71.31	合计	73.49

数据来源：银保监会网站、联合资信整理

业务结构方面，我国人身保险产品按照保障范围可划分为寿险、健康保险和意外保险。近年来，我国寿险产品收入占比维持在较高水平，但占比整体呈下降的趋势，健康保险占比整体呈上升态势，2018年，我国寿险业务占人身险业务的76.06%，健康险业务占20.00%。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2018年以来，部分处于业务转型期的中小保险公司，为维持总提业务规模的增长，相继推出中长期万能险产品，万能险业务规模较2017所有增长。2018年，寿险行业共实现总保费收入3.45万亿元，同比增长6.62%；实现原保险保费收入2.63万亿元，同比增长0.85%，增速明显放缓；保户投资款新增交费0.80万亿元，同比增长34.98%。

从竞争策略来看，不同类型保险公司的市场策略产生了一定的分化。具体来看，成立时间长、市场份额领先的大型保险公司整体上保障类及期缴类产品占比较高。另一方

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

（2）盈利水平

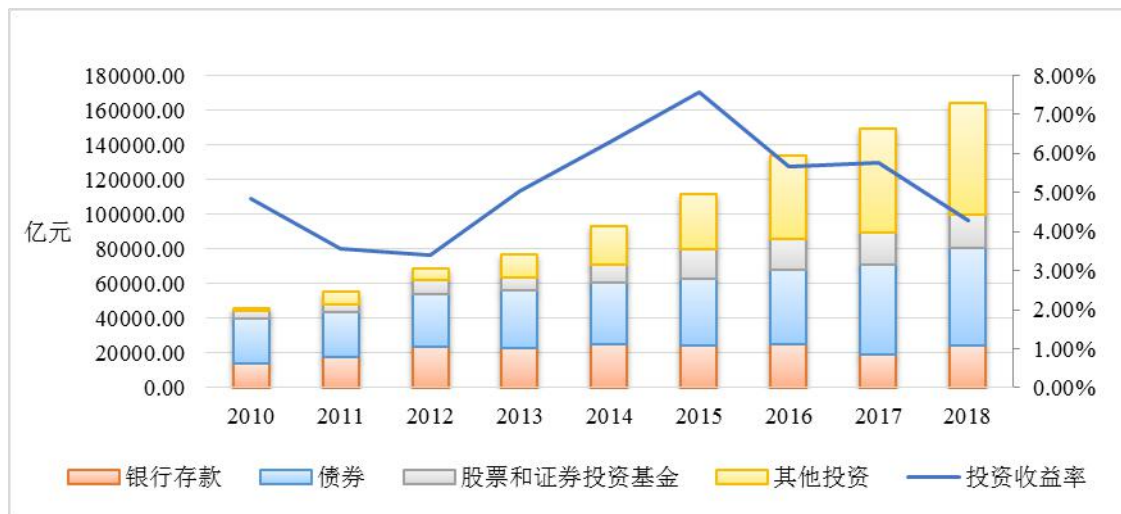
保险公司盈利来自两方面，一是保费收入与赔付及费用支出的差额，即承保利润；二是保险资金运用收益，即投资收益。承保利润方面，2018年，寿险赔付金额和赔付率略有下降，健康险赔付金额和赔付率增速较快，意外险赔付金额和赔付率相对稳定。由于保险行业竞争日益激烈，保险公司为保持市场竞争力，逐步压缩承保利润空间，保险公司盈利水平越来越依赖于投资收益。

投资收益方面，2018年，受股市低迷，上证指数累计下跌24.59%，股票型基金全线亏损，使得保险公司在股票和股票型基金投资方面多有亏损；并且之前年度较好的蓝

筹股跌幅明显，令配置蓝筹较多的险资多有亏损；此外，多家险企在 2018 年中期加大久期国债等固定收益资产的配置，且下半年，部门债券出现违约，致使部分险企投资收益下滑；整体看，受公开权益市场下跌等多方面影响，险资投资收益水平明显下滑。截至 2018 年末，国内保险资金运用余额 16.41 万亿元，较上年末增长 9.97%，占国内保险行业资产总额的 89.51%。从投资资产结构来看，保险资金运用配置更趋优化，截至 2018 年末，银行存款与债券投资合计占比 49.21%，较 2017 年末上升 1.7 个百分点；股票和证券投资基金占比 11.71%，下降 0.59 个百分点；其他投资占比 39.08%，下降 1.11 个百分点，其中长期股权投资规模逐年个上升，非标类投资呈下降趋势。总体看，2018 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规模有所压缩；非标类投资总额和占比有所下降（见图 1）。由于保险资金运用金额大、占比高，保险公司利润水平受投资收益水平影响大。2016 年，由于低利率，资本市场波动等因素，保险资金投资收益率下降明显；2017 年以来，随着保险公司资金运用效率提高，投资收益有所改善；2018 年，受资本市场下跌影响投资收益水平明显下降；2018 年资金运用收益率 4.30%，同比下降 1.43 个百分点。2019 年以来，随着保险公司投资端继续放开，股票市场估值处于相对低位，权益类资产投资收益率有相对改善的空间且权益资产对投资收益率的影响相对较大，未来险企投资收益水平有望得到改善。

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。从2018年第四季度寿险公司披露的偿付能力报告可以看出，与2017年相比，综合偿付能力充足率及核心偿付能力充足率均有所上升，但仍有部分寿险公司偿付能力正在逼近监管红线(核心偿付能力充足率低于50%，综合偿付能力充足率低于100%)，而中法人寿核心和综合偿付能力充足率均为负。2018年第四季度，人身险公司平均综合偿付能力充足率为214%。总体看，业务的发展及资本市场的变化将会增加寿险行业的风险管控的难度，从而使得偿付能力的提升承压。

近年来，业务规模的快速发展、资本市场的波动以及监管力度的加大对保险公司偿付能力带来不利影响，资本补充需求较大。保险公司资本补充力度逐年加大，主要通过股东增资、发行资本补充债券等方式补充资本。2018年，监管机构在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显著增长，全年人身险行业审批通过发行265亿元（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，2018年人身险公司累计补充注册资本182.48亿元。总体看，虽然保险行业偿付能力保持充足水平，但部分人身险公司补充资本的需求仍然存在，另外，保监会也不断健全多样的资本补充工具，资本补充渠道将进一步丰富。

3. 行业监管与政策支持

在保险行业快速发展的同时，为保证中国保险行业长期健康发展，控制保险行业整体风险，2018年以来，监管机构进一步加强对金融

业的协同监管体系建设，2018年3月，根据国务院发布的机构改革方案，银监会和保监会合并，组建中国银行保险监督管理委员会，作为国务院直属事业单位，对银行业和保险业进行统一监管。银保监会成立后，更加突出综合监管和行为、功能监管，打破机构监管的界限和短板，涉及到银保渠道的处罚明显增多。

2018年全国保险监管系统累计公布了1450张行政处罚决定书，共计罚款24105.5万元。2018年银保监会开出的罚单中，对欺骗投保人处罚最多、最重。此外，银保监会还针对保险分红骗局、银保渠道销售误导、人身保险“退旧保新”等现象进行了风险提示，以保障保险消费者知情权，提高保险消费者风险识别和自我保护能力。

2018年以来，银保监会不断加强保险行业监管细分，并针对保险市场主体在产品开发、业务经营、资金运用等方面存在的问题，相继发布一系列监管措施。

公司治理方面，《保险公司股权管理办法》《保险公司信息披露管理办法》《保险机构独立董事管理办法》等涉及公司治理层面的规章和规范性文件陆续修改出台。银保监会还对多家险企做出不予许可变更股东和不予核准高管任职资格的批复。在股权管理端拧紧风险的阀门，避免险企的短期逐利行为和粗放式发展，建立起可持续稳健发展的激励约束、内控机制，提前预防公司治理的失效风险。

人身险业务方面，2018年5月，银保监会下发《关于组织开展人身保险产品专项核查清理工作的通知》，全面规范人身保险产品开发设计行为，并细致到产品条款、产品责任、产品费率厘定、产品精算假设、产品申报使用管理5个方面。文件的下发在进一步规范人身保险产品的同时，更加有效的保障了消费者的权益。

在保险营销和规范行业行为方面，2018年6月，银保监会先后发布《保险实名登记管理办法（征求意见稿）》公开征求意见，以加强保险实名管理，规范保险业务行为，保护保险消费者合法权益；及《关于加强自媒体保险营销宣传行为

管理的通知》，要求各保险公司、保险中介机构提高对自媒体保险营销宣传行为管理重要性的认识，建立健全自媒体保险营销宣传行为管理制度，加强从业人员合规教育与职业道德教育。并且，2018年8月，银保监会发布《关于切实加强和改进保险服务的通知》，从严格规范保险销售行为、切实改进保险理赔服务、大力加强互联网保险业务管理、积极化解矛盾纠纷四个方面对保险公司、保险中介机构提出要求。

资金运用方面，2018年3月，原中国保监会印发《保险资产负债管理监管规则（1—5号）》及开展试运行有关事项的通知，新规的发布有助于弥补监管短板，促使保险公司提升资产负债管理能力，从源头上化解资产负债期限错配风险，引导保险回归主业，更好的服务实体经济。此外，银保监会发布《关于保险资产管理公司设立专项产品有关事项的通知》，确认允许保险资产管理公司设立专项产品，参与化解上市公司股票质押流动性风险，为优质上市公司和民营企业提供长期融资支持，维护金融市场长期健康发展。

此外，2018年，保监会已经公开披露47份监管函，同比增加24%；涉及39家保险机构，其中寿险公司8家。主要涉及电网销不合规，问题产品，境外投资业务违反规定及资金运用不规范等方面。其中，问题产品和电网销不合规的监管函最多。

总体看，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、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

幸福人寿系中国信达的控股子公司。中国信达前身为成立于1999年4月的中国信达资

产管理公司，是经国务院批准由财政部成立的首家金融资产管理公司。2010年6月，原中国信达资产管理公司整体改制为中国信达资产管理股份有限公司；2013年12月，中国信达在香港联交所挂牌上市，成为首家在海外上市的中国金融资产管理公司。中国信达主营业务为不良资产经营、投资及资产管理和金融服务。截至2018年末，中国信达注册资本381.65亿元，总资产14957.59亿元，所有者权益1785.68亿元，净利润118.80亿元，控股股东财政部持股比例为64.45%，在中国内地和香港设有7家从事资产管理和金融服务业务的全资或控股一级子公司。中国信达于2019年6月11日发布公告，拟通过省级以上产权交易所对外公开转让所持全部幸福人寿50.995%的股权。截至报告出具日，上述股权转让尚未完成，未来幸福人寿的股权结构、业务经营及风险管控情况存在较大的不确定性，联合资信将持续关注股权转让进程及其对幸福人寿公司治理、内部控制、风险管理及业务经营等方面的影响。

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

幸福人寿董事会由11名董事构成，其中独立董事4名。董事会下设战略规划与执行委员会、提名薪酬委员会、审计委员会、投资决策委员会、风险管理委员会共5个专门委员会。监事会由8名监事构成，其中职工监事3名，股东监事5名，监事长暂缺。高级管理层由8名成员组成，其中总裁职位暂缺，由董事长代职；其余包括副总裁及总精算师1名、总裁助理2名、董事会秘书1名、合规负责人1名、审计责任人1名、财务负责人1名。幸福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，有助于提高公司专业化的营运水平。

2018年以来，幸福人寿持续完善公司治理架构，实施法人集中管理，同时通过法人授权进

一步明确分公司业务经营权限；推进机制改进和核心制度体系建设工作，为支撑公司价值转型策略落地提供基础；制定明确的内部控制政策和目标，通过优化组织结构、优化人力资源管理等手段，加强内部控制文化建设，通过多层次的内控培训宣传增强全体员工内控意识；对持续性监控、独立评估及监管部门发现的内部控制缺陷，相关部门向董事会及经营层提交书面报告，并及时进行整改纠正，对整改情况进行跟踪监督，以持续提高内部控制体系的有效性。

幸福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。2018年，幸福人寿审计部通过现场审计和非现场审计相结合的方式，对公司内部控制、财务收支状况、人身保险业务、运营控制、资金运用控制等多方面内容进行了审计，并对发现的问题下达整改通知，督促相关部门进行整改。

总体看，幸福人寿建立了较为健全的公司治理架构，内部控制体系不断完善，合规经营意识较强；由于控股股东中国信达拟转让所持全部幸福人寿股权，其股权结构、公司治理变动以及未来发展情况存在较大不确定性。

五、业务经营分析

1. 保险业务

2018年，受保险行业强监管政策影响，幸福人寿中短存续期寿险产品大幅停售，幸福人寿推动业务价值转型和寿险产品结构调整，保险业务规模明显下滑，市场份额有所下降。根据中国保险行业协会统计数据，2018年幸福人寿保险业务收入市场占有率为0.35%，在87家寿险公司中位居第33位（见附录3：表1）。

幸福人寿保险业务产品种类包括传统寿险、分红险、健康险、意外伤害保险和万能险。2018年以来，随着监管政策对保险公司的中短存续期产品和快返型产品监管约束趋严，幸福人寿趸缴保险业务收入大幅下降。同时，幸福

人寿加快推进业务转型发展，加大疾病、医疗、养老、寿险等保障型产品开发力度，加强销售渠道管理，持续优化业务结构，推动期缴业务快速发展，期缴业务保费收入及占比实现较快提升。2018年，幸福人寿实现保险业务收入91.66亿元，较上年下降50.39%。其中，传统寿险、分红寿险、健康险分别占保险业务收入的68.75%、17.76%和10.95%（见附录3：表2）。从保费期限结构来看，2018年幸福人寿实现趸缴保费收入33.28亿元，占保险业务收入的36.31%；期缴业务保费收入58.37亿元，占保险业务收入63.69%（见附录3：表3），占比较上年大幅提升。

2018年，受未通过重大保险风险测试的保单规模以及万能险分拆后的投资账户金额下降影响，幸福人寿保户储金及投资款规模持续下降。截至2018年末，幸福人寿保户储金及投资款余额132.06亿元，较上年末下降33.84%。

幸福人寿主要通过银行、分支机构及保险经纪等渠道开拓保险业务，其中银保渠道为最主要的业务销售渠道。2018年以来，幸福人寿加强渠道专业化管理，不断深化银保合作渠道，加大银保渠道开发力度，并不断完善银保产品体系。目前，幸福人寿合作银行包括工商银行、建设银行、农业银行、中国银行、招商银行、邮储银行等大型国有及股份制银行。除柜面销售外，幸福人寿还在部分银行开通网银及手机银行渠道，夯实渠道转型基础。另一方面，随着新业务价值转型策略的实施，幸福人寿对长期储蓄型和保障型产品营销力度加大，个险渠道对保费收入的贡献度持续提升。2018年，幸福人寿银保渠道实现保费收入占全部保费收入的72.86%，代理人渠道占比为22.15%（见附录3：表4）。

2018年，幸福人寿的保险业务赔付支出相对稳定，但由于存量业务中短期理财型保险产品和中短存续期产品规模较大，面临较大满后退保压力，其退保率有所上升，处于较高水平。2018年，幸福人寿赔付支出为26.71亿元，其中满期给付为21.09亿元；再保前简单赔付率为

29.14%。2018年，幸福人寿退保金支出90.70亿元，退保率27.60%，保单质量有待提升（见附录3：表5）。

2019年以来，幸福人寿以提升价值保费为目标，各销售渠道直销产品均以长期储蓄型和保障型为主，重点推广年金保障型产品，综合利用考核、费用等手段推动价值型保费提升。截至2019年3月末，幸福人寿万能险保户储金及投资款余额为85.31亿元，较上年末下降35.40%。2019年一季度，幸福人寿实现保险业务收入38.90亿元，其中期缴业务保费收入占保险业务收入94.54%；从保险销售渠道来看，银保渠道实现保费收入占全部保费收入的73.15%，代理人渠道占比为21.66%。

2. 投资业务

2017年以来，银保监会多次对幸福人寿保险资金运用情况开展专项检查，重点关注其投资端风险和现金流风险，指出存在资金运用制度不健全、投资团队人员不足、未按规定开展投后管理等问题。2018年6月，银保监会对幸福人寿下发监管函（2018）64号，责令全面整改、建立健全保险资金运用的管理制度和内控机制等，监管函下发之日起6个月，整改期间不得新增股权和集合资金信托计划投资。2018年，在外部市场波动及强监管政策环境下，幸福人寿成立了资金运用业务审查办公室，进一步加强资金运用管理；对投资策略及业务结构进行调整，提出降低上市权益的资金占用，逐步减持权益类资产，加大信用债等固定收益类资产配置；推进委托投资机构选聘工作，开展保险资金委托投资业务，以优化权益类资产配置，提升收益水平。

2018年，受监管政策趋严及业务结构调整等因素影响，幸福人寿负债端保险业务规模明显收缩，整体投资资产规模有所下降，投资结构有所调整。截至2018年末，幸福人寿投资资产净额为655.14亿元，较上年末下降7.79%，占资产总额的96.57%。从投资资产标的来看，

幸福人寿投资品种主要为债券、信托计划、保险资产管理产品以及股票、基金等权益工具。债券投资方面，幸福人寿将债券投资主要纳入可供出售金融资产和持有至到期资产会计科目，重点增持利率债和高评级信用债。截至2018年末，幸福人寿债券投资余额为211.87亿元，较上年末增长23.42%，占投资资产总额的30.17%（见附录3：表6），外部评级AAA债券占比在90%以上。幸福人寿将信托计划、固收类资产管理产品等其他债务工具投资纳入可供出售金融资产、归入贷款及应收款的投资会计科目。截至2018年末，幸福人寿信托计划投资余额128.85亿元，较上年末下降23.91%，占投资资产余额的18.35%，主要投向基础设施建设、医药生物、房地产等；固收类资产管理产品投资余额47.37亿元，较上年末明显增长，占投资资产余额的6.75%，其中80%以上投向利率债、高等级信用债、货币基金及存款等流动性较好资产。2018年末，幸福人寿对债券、信托计划、固收类资产管理产品等债务工具投资计提减值准备余额6.12亿元。

2018年，幸福人寿逐步减持上市权益类资产，但由于部分上市权益类资产投向房地产开发及建筑业、汽车制造、电气设备及医疗器械等行业，受宏观经济环境下行及行业政策变动影响，股票市场反弹力度小，加之兼顾新旧两套财务报表等因素影响，幸福人寿减持力度受到一定制约，权益工具投资损失较大。截至2018年末，幸福人寿权益工具投资余额为213.03亿元，较上年末略有下降，占投资资产余额的30.34%，主要为股票、基金及类基金资产管理产品以及部分非上市企业股权。幸福人寿将权益工具投资纳入可供出售金融资产会计科目，2018年末对上述权益工具投资计提减值准备余额为39.70亿元。

幸福人寿投资收益主要为利息收入、股息分红收入和买卖价差损益。2018年，受股票市场波动影响，幸福人寿投资的股票、基金及类基金资产管理产品损失较大，导致投资收益大幅下

降。2018年，幸福人寿实现投资收益13.12亿元，较上年下降74.03%。其中，利息收入25.88亿元，主要来自债务工具投资及银行存款利息；股息分红收入6.14亿元，买卖价差损失18.46亿元，主要来自股票、基金及类基金资产管理产品投资。此外，2018年幸福人寿计入其他综合收益的可供出售金融资产公允价值变动收益为32.34亿元；公允价值变动损失0.10亿元，对当期利润影响不大。整体看，幸福人寿投资类资产面临较大市场风险。

3. 经营绩效

幸福人寿营业收入主要由已赚保费和投资收益等构成。2018年，由于保险业务收入大幅下降以及上市权益类投资亏损严重，幸福人寿营业收入大幅下滑。2018年，幸福人寿实现营业收入105.13亿元（见附录3：表7），较上年下降55.41%；其中已赚保费和投资收益分别占营业收入的86.83%和12.48%。

幸福人寿营业支出主要包括退保金、赔付支出、资产减值损失、提取保险责任准备金及综合费用支出。2018年，由于存量业务中短期理财型保险产品和中短存续期产品规模较大，幸福人寿退保金支出持续上升；上市权益类投资资产面临较大市场风险，幸福人寿资产减值准备计提规模显著上升。另一方面，2018年由于退保金及赔付支出较高带来寿险责任准备金释放金额较大，幸福人寿提取的保险责任准备金为负；幸福人寿持续提升成本费用精细化管理水平，业务及管理费、手续费及佣金支出等综合费用支出总体控制较好（见附录3：表7）。

2018年，一方面由于保险业务收入大幅下滑以及退保金支出规模较大，另一方面上市权益类投资风险上升带来资产端投资收益大幅下降，投资资产减值准备计提规模显著增加。在上述因素的作用下，幸福人寿的盈利状况明显恶化，2018年发生净亏损68.01亿元。盈利亏损进一步侵蚀股东权益，导致2018年末所有者权益大幅下降。

2019年一季度，幸福人寿实现营业收入48.53亿元，其中已赚保费38.21亿元，投资收益10.01亿元；营业支出45.90亿元，其中退保金7.79亿元，赔付支出7.78亿元，提取保险责任准备金20.16亿元。2018年一季度，幸福人寿实现净利润2.63亿元。

六、风险管理分析

幸福人寿按照《公司法》《保险法》《人身保险公司全面风险管理实施指引》《保险公司偿付能力监管规则》等相关法律法规，以及《公司章程》《全面风险管理规程》等制度，建立健全全面风险管理组织架构，完善全面风险管理相关制度，规范风险管理流程，采取定性和定量相结合的风险管理方法，对风险进行有效的识别、评估和缓释。

2018年，幸福人寿进一步强化全面风险管理一、二道防线的职能，建立资产负债管理组织架构，将资产负债管理职责纳入董事会层投资决策委员会，在经营层设立资产负债管理执行委员会，明确资产负债管理的职能部门；完善经营层风险控制职能，将经营层风控小组调整为经营层风险管理委员会，成立流动性风险防控领导小组；加强总部各部门和分支机构的风控组织建设和人员配备，完善条块结合的风险管理机制；完善资金运用风险管理架构，设立资金运用业务审核办公室，以有效控制直接投资和委托投资业务中的风险；建立风险管理考核机制，将风险管理纳入绩效考核，促进风险管理框架的有效实施。

1. 保险风险管理

幸福人寿面临的保险风险是指由于死亡率、疾病发生率、赔付率、退保率、费用率等假设的实际经验与预期发生不利偏离而造成损失的风险，主要表现为退保风险、损失发生率风险、费用风险等。幸福人寿建立了较为完善的保险风险管理机制，从风险指标监控和管理、产品开发及管理、核保核赔、再保险和准备金评估方面对保险风险进行管理。

2018年以来，由于幸福人寿部分中短存续期产品处于退保高峰阶段，其退保风险有所上升，且面临一定短期险赔付率上升的风险。为应对上述保险风险，幸福人寿主要采取以下措施：一是加强产品开发管理，进行产品可行性分析和产品风险评估，合理确定承保费率水平，有效控制定价风险；二是加强对退保和满期给付风险的监测和预警，持续改善个险、银保等各渠道业务品质，强化继续率考核，加强客户回访和售后服务，持续提升各业务渠道继续率水平；三是加强核保理赔的风险控制，强化业务研判和风险分析、渠道管理和培训，通过再安排措施转移相关风险；四是严格执行准备金评估程序，及时评估未到期责任准备金和未决赔款准备金，定期进行准备金充足性检验。

幸福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，包括折现率、死亡率、发病率、费用以及退保率等。2018年，由于幸福人寿退保金及赔付支出规模较高，带来寿险责任准备金释放金额较大，当年提取保险责任准备金为负。截至2018年末，幸福人寿保险合同准备金余额为376.07亿元（见附录3：表8）。

2. 投资风险管理

（1）信用风险管理

幸福人寿面临的信用风险是指债务人到期未能支付本金或利息而引起经济损失的风险，主要来自于银行存款、债券、信托计划等固定收益类产品投资。2018年以来，幸福人寿进一步完善以信用评级为核心的信用风险管理机制，强化投前、投中、投后的全流程信用风险管理，并采取多项控制措施管理信用风险：一是建立健全内部信用评级和交易对手资信管理制度，通过“主体评级+项目评级”结合，严格管理交易对手准入；二是加强信用风险的识别、评估和监控，通过建立信用风险限额体系，为每类资产设定风险限额，利用风险

管理系统对信用风险限额体系进行监控，按季度进行信用风险分析和报告，持续提升信用风险识别与评估能力；三是加强投后管理，成立专门的投后管理小组，每季度对存量非标项目与信用债开展投后管理并形成投后管理报告。

从投资产品来看，幸福人寿固定收益类产品投资主要包括银行存款、债券、信托计划、固收类资产管理产品等。考虑到2018年信用风险事件频发，幸福人寿主要选择高等级信用债券以降低交易对手违约风险。截至2018年末，幸福人寿银行存款（包括银行定期存款及存出资本保证金）余额32.34亿元，占投资资产余额的4.61%，存款银行均为AAA级上市股份制银行；债券投资余额211.87亿元，占投资资产余额的30.17%，主要为外部评级AAA级债券；信托计划余额128.85亿元，占投资资产余额的18.35%；另有部分固收类资产管理产品、债权型合伙企业、贷款类合伙企业及股权计划投资。2018年，幸福人寿债务工具投资风险项目涉及1笔信托计划和2笔明股实债基金，债务人已构成实质性违约，投资本金合计11.73亿元，幸福人寿对上述风险项目计提资产减值准备7.03亿元。对于已发生风险项目，幸福人寿成立了风险处置小组，及时跟进债务人重组情况，采用诉讼和保全措施最大限度保全资产，目前已胜诉并处于执行阶段。同时，强化存续债权类项目的风险排查工作，对所有非标项目按照穿透至底层的原则进行投后风险排查，幸福人寿其他非标项目未发现重大违约风险。

（2）市场风险管理

幸福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。幸福人寿以VaR方法为核心，结合敏感性分析、情景分析及压力测试等市场风险计量方法，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，幸福人寿面临的利率风险主要来自银行存款和债务工具投资。2018年由于市场利率下行，幸福人寿主

要增持信用债，可供出售金融资产和交易性金融资产中的债券市值和久期有所增加，利率风险有所上升。幸福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。根据幸福人寿测算，2018年末假设利率上升50个基点，利润总额增加0.02亿元，所有者权益增加2.93亿元。整体看，幸福人寿面临的利率风险可控。

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。幸福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证券投资基金。2018年，由于幸福人寿权益工具投资规模较大，受股票市场下跌影响，上市权益类资产亏损严重，对其偿付能力充足率和净利润产生了较大负面影响，幸福人寿权益投资面临较大价格风险。因此，幸福人寿持续降低上市权益类资产规模和占比，优化权益资产结构；加强对上市权益类市场风险的监测和控制，对自营股票的组合与个股进行止损监控，达到止损线时提出预警，并召开投研联席会议对是否止损进行讨论；设立开放式基金池和股票池，资产入池全部需要通过投研联席会的集体研究和投票，进一步完善权益风险管理机制。截至2018年末，幸福人寿权益工具投资余额为213.03亿元，占投资资产余额的30.34%；其中基金及类基金资管产品投资余额150.02亿元，较上年末下降14.36%。2018年末，幸福人寿对权益工具投资计提减值准备39.70亿元。根据幸福人寿测算，2018年末假设市场价格下降10%，利润总额减少0.07亿元，股东权益减少13.05亿元。总体看，幸福人寿面临较大市场价格风险。

3. 流动性风险管理

幸福人寿面临的流动性风险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，主要来自保险合同退保、各种赔款以及投资资产。

2018年，由于幸福人寿短期理财型保险产品和中短存续期产品存量业务规模较大，负债久期较短，退保和赔付压力较大，其流动性压力明显增加。因此，幸福人寿进一步完善流动性管理组织架构和制度，从流动性计划、压力测试、日常资金调配、流动性风险监控、流动性预警和应急预案管理等方面开展流动性风险管理工作。为加强退保风险管理和投资资产管理，幸福人寿一方面加强流动性预测及监测，加强退保风险管控，一旦发现异常及时启动退保及流动性应急预案进行处置；另一方面加强资产与负债的流动性匹配，定期评估投资资产的风险、流动性水平和市场价值，保持一定比例的二级市场可变现资产。

从现金流情况来看，受收到保户储金及投资款规模下降和退保金支出规模上升影响，幸福人寿的经营性现金净流出规模显著上升；随着投资策略及资产结构调整，投资性现金流由净流出转为净流入；筹资性现金净流入规模有所扩大，主要由于发行债券及同业融入规模上升所致。截至2018年末，幸福人寿现金及现金等价物余额为31.51亿元（见附录3：表9）。总体看，幸福人寿的现金流入主要来自筹资活动，较大规模的退保金及赔付支出为幸福人寿现金流管理带来较大压力，未来流动性风险状况需持续关注。

七、偿付能力分析

幸福人寿提供了2018年偿付能力报告，安永华明会计师事务所（特殊普通合伙）对上述偿付能力报告进行审计，并出具了标准无保留的审计意见。

2018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，幸福人寿认可负债主要由保险合同准备金、保户储金及投资款组成，认可资产以投资资产为主。2018年，由于保户储金及投资款规模明显下降，加之退保金及赔付支出规模上升带来寿险责任准备金释放金额较大，幸福人寿的认可负债规模有所下降；受负债端保险业

务规模收缩影响，认可资产规模随之下降。截至 2018 年末，幸福人寿认可负债余额 569.00 亿元，认可资产余额 677.22 亿元；认可资产负债率为 84.02%（见附录 3：表 9）。

2018 年，由于盈利亏损对股东权益造成侵蚀，幸福人寿核心一级资本规模有所下降；但 30 亿元资本补充债券的发行使幸福人寿附属一级资本得到补充，整体实际资本有所增加。另一方面，对上市权益工具投资风险因子调整使得市场风险最低资本明显减少，导致最低资本较上年末有所下降。截至 2018 年末，幸福人寿实际资本余额 108.23 亿元，其中核心一级资本 54.11 亿元，附属一级资本 54.11 亿元；最低资本 58.16 亿元，核心偿付能力充足率与综合偿付能力充足率分别为 93.04% 和 186.07%，随着业务的持续发展，幸福人寿仍面临一定的资本补充压力，偿付能力有待提升。

截至 2019 年 3 月末，幸福人寿认可负债余额 519.68 亿元，认可资产余额 648.81 亿元，认可资产负债率为 80.10%；实际资本余额 129.13 亿元，其中核心一级资本 69.08 亿元，附属一级资本 60.06 亿元；最低资本余额 59.73 亿元，核心偿付能力充足率和综合偿付能力充足率分别为 115.65% 和 216.19%。

八、担保分析

1. 担保条款

根据中国信达资产管理股份有限公司与幸福人寿签订的《担保协议》，中国信达资产管理股份有限公司为 2015 年资本补充债券（30 亿元）本息提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。

2. 担保人概况

中国信达资产管理股份有限公司（以下简称“中国信达”）前身中国信达资产管理公司成立于 1999 年 4 月，是经国务院批准的首家金融资产资产管理公司。2010 年 6 月，中国信达整

体改制为中国信达资产管理股份有限公司；2012 年 4 月，中国信达引进全国社会保障基金理事会、UBS AG、中信资本控股有限公司和渣打银行四家战略投资者；2013 年 12 月，中国信达在香港联合交易所主板挂牌上市，成为首家登陆国际资本市场的中国金融资产资产管理公司。中国信达的主要股东及实际控制人是财政部，持股比例 64.45%。

截至 2018 年末，中国信达资产总额 14957.59 亿元，所有者权益 1785.68 亿元。2018 年，中国信达实现营业收入 1093.42 亿元，净利润 118.80 亿元。

3. 担保人经营分析

不良资产经营是中国信达的核心业务，也是中国信达的主要收入和利润来源。截至 2018 年末，中国信达不良债权资产净额 4052.48 亿元。2018 年，中国信达不良资产经营业务实现收入 448.06 亿元，占收入总额的比例为 41.86%。

中国信达投资及资产管理业务包括自有资金投资、资产管理业务及其他业务。2018 年，中国信达投资及资产管理业务实现收入 350.59 亿元，占收入总额的 32.76%。中国信达的自有资金投资主要包括围绕不良资产业务所进行的股权投资、围绕不良资产业务所进行的房地产投资和开发以及包括基金、债券、信托、理财产品在内的其他投资。截至 2018 年末，中国信达自有资金投资余额为 2184.20 亿元，2018 年实现自有资金投资收益 146.20 亿元。中国信贷资产管理业务主要为私募基金管理业务，2018 年末其资产管理业务规模为 3581.10 亿元，2018 年实现管理费收入为 9.30 亿元。

中国信达已建立了涵盖银行、证券、期货、信托、融资租赁、基金管理及保险等诸多领域的协同化和综合化的金融服务平台，为客户提供综合金融服务。2018 年，中国信达金融业务实现收入 293.82 亿元，占营业收入的 27.45%。

总体看，中国信达确立了以不良资产经营为核心，以投资及资产管理与金融服务为发展重点

的整体经营策略，经营状况较好，金融牌照健全，有助于业务协同发展。

4. 担保人财务分析

中国信达 2018 年财务报表经安永华明会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具了标准无保留的审计意见。

2018 年，中国信达的资产规模稳步增长，资产结构较为稳定。截至 2018 年末，中国信达的资产总额 14957.59 亿元，其中发放贷款和垫款净额 3366.17 亿元，占资产总额的 22.50%；投资资产净额 8765.99 亿元，占资产总额的 58.61%。

2018 年，中国信达负债规模持续增长。截至 2018 年末，中国信达负债总额为 13171.91 亿元；其中借款余额 5708.70 亿元，占负债总额的 43.34%；应付债券余额 2831.15 亿元，占负债总额的 21.49%。2018 年末中国信达资产负债率为 82.07%。

2018 年，中国信达实现营业收入 1093.42 亿元。其中，不良资产处置净收益 318.41 亿元，投资收益 207.12 亿元，利息收入为 257.55 亿元，手续费及佣金收入 37.18 亿元。2018 年，中国信达营业支出为 927.75 亿元。其中，保险业务成本支出 105.44 亿元，利息支出 480.02 亿元，信用减值损失和其他资产减值损失合计 81.59 亿元，业务及管理费 105.79 亿元。2018 年，中国信达实现净利润 118.80 亿元，平均资产收益率和平均净资产收益率分别为 0.82% 和 8.32%，盈利能力较强。

表 5 中国信达主要财务数据 单位：亿元、%

项 目	2018 年	2017 年	2016 年
资产总额	14957.59	13869.38	11744.81
负债总额	13171.91	12186.73	10265.11
股东权益	1785.68	1682.65	1479.70
营业收入	1093.42	1215.45	923.15
利润总额	169.37	254.11	213.01
净利润	118.80	187.58	159.82
平均资产收益率	0.82	1.46	1.69
平均净资产收益率	8.32	11.86	12.35
资产负债率	82.07	81.67	78.33

数据来源：中国信达审计报告，联合资信整理

总体看，作为国有控股的资产管理公司，中国信达在不良资产处置方面处于市场领先地位，资本实力雄厚，整体抗风险能力极强。经联合资信评定，中国信达主体长期信用等级为 AAA，评级展望为稳定（见《中国信达资产管理股份有限公司 2019 跟踪评级报告》）。

九、债券偿付能力分析

截至本报告出具日，幸福人寿尚在存续期内的资本补充债券本金为 60.00 亿元，以 2018 年末的财务数据为基础进行简单计算，幸福人寿净利润、可快速变现资产及股东权益对资本补充债券本金的保障倍数见表 6。总体看，幸福人寿对已发行资本补充债券的保障程度较弱。

表 6 幸福人寿债务保障情况 单位：亿元、倍

项 目	2018 年末
资本补充债券本金	60.00
净利润/资本补充债券本金	-1.13
可快速变现资产/资本补充债券本金	5.10
股东权益/资本补充债券本金	0.78

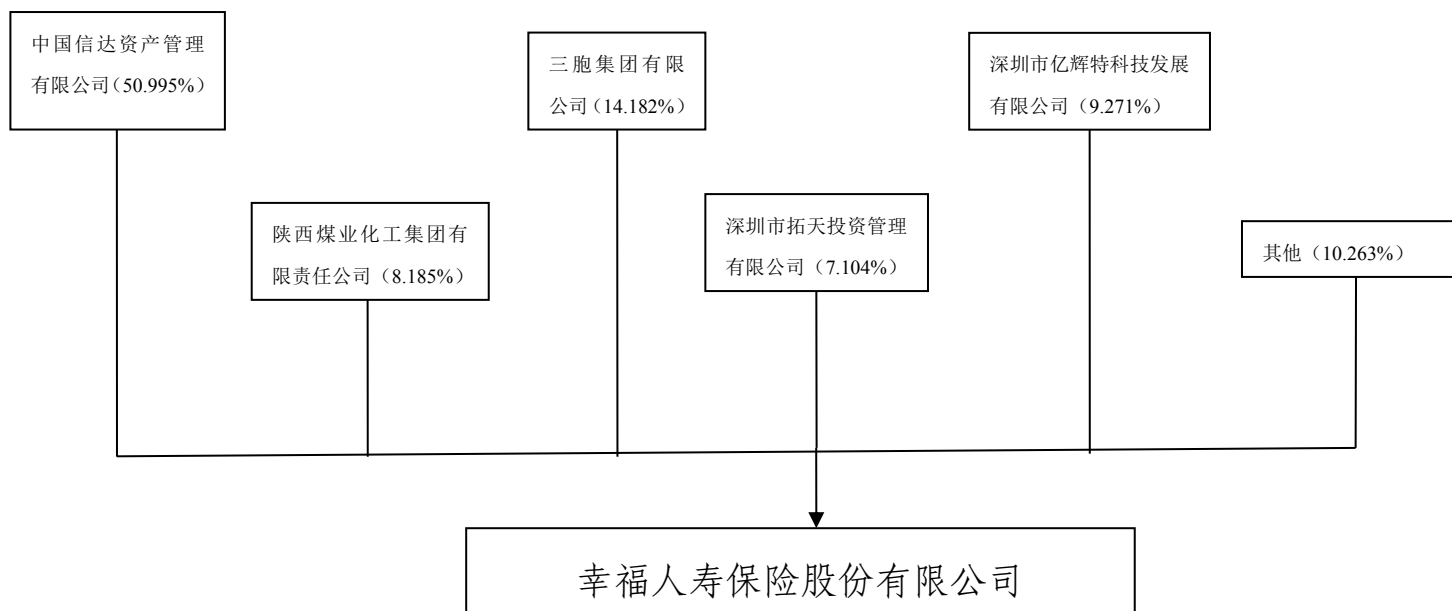
数据来源：幸福人寿审计报告，联合资信整理

十、评级展望

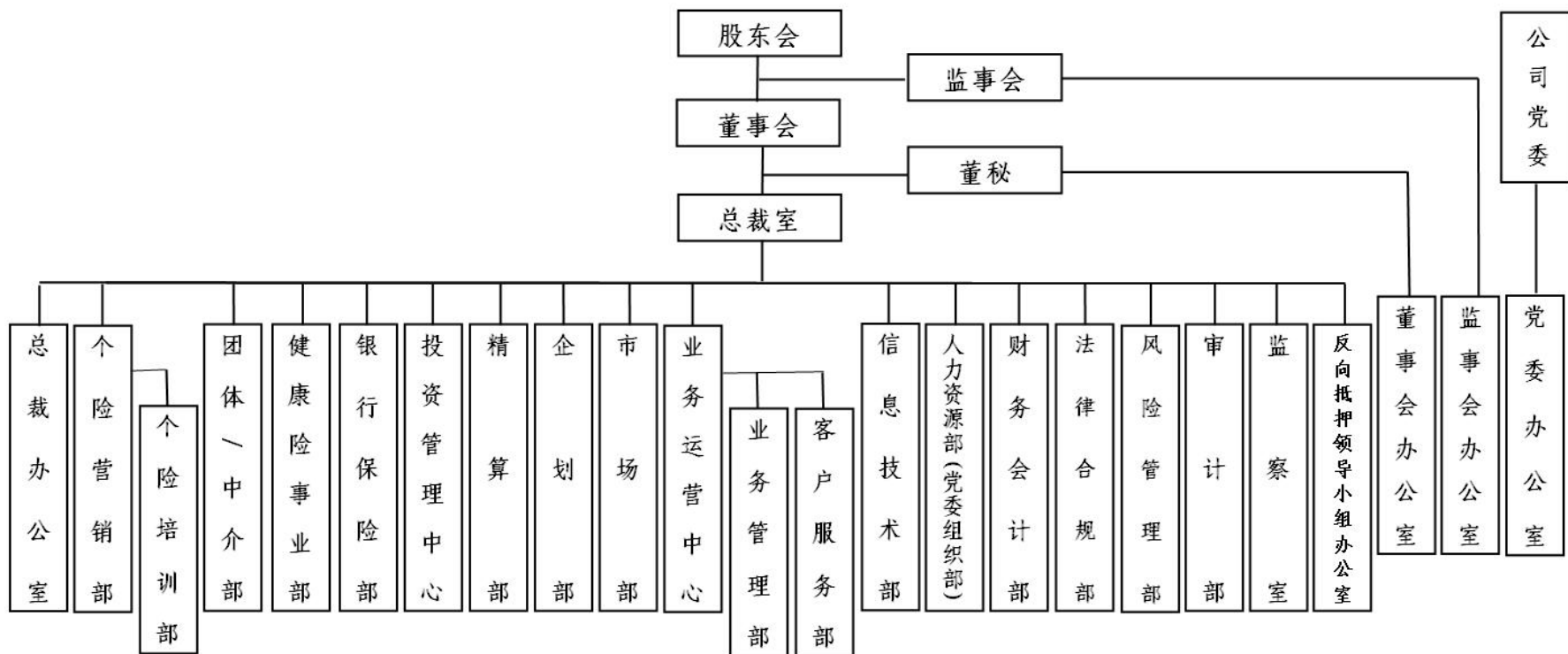
2018 年以来，幸福人寿建立健全覆盖面较广的市场营销渠道，根据监管政策导向推动保险业务价值转型，加大长期储蓄型和保障型产品开发力度，期缴业务实现快速发展。2018 年 30 亿元资本补充债券的发行有助于幸福人寿提升资本实力、优化资本结构。另一方面，随着保险行业监管政策对中短存续期产品和快返型产品监管约束趋严，幸福人寿保险业务收入大幅下降，市场份额有所下降，保险业务结构调整及收入水平面临一定压力；由于中短期存续期产品规模较大，面临较大满后退保压力，退保率处于较高水平，相关风险需持续关注；投资资产配置中权益工具投资占比较高，受股票市场价格下跌影响，股票、基金及类基金资产管理产品等上市权益类资产亏损严重，对其偿付能力充足率和净利润产

生了较大负面影响，投资业务面临较大市场风险；随着业务的持续发展，幸福人寿仍面临一定的资本补充及业务结构调整压力，偿付能力有待提升。控股股东中国信达于 2019 年 6 月 11 日发布公告，拟转让其所持的全部幸福人寿股权，截至报告出具日上述股权转让尚未完成，未来幸福人寿的股权结构、公司治理、业务经营及风险管控情况等存在较大的不确定性。综上，联合资信认为，在未来一段时期内，幸福人寿保险股份有限公司信用水平将保持稳定。

附录 1 股权结构图



附录 2 组织架构图



附录3 主要财务数据及指标

表1 业务经营及市场排名 单位：亿元、%

项目	2018年	2017年	2016年
原保险保费收入	91.66	184.75	136.33
市场份额	0.35	0.71	0.63
市场排名/市场家数	33/87	26/85	26/74

数据来源：中国保险行业协会，联合资信整理

表2 保险业务收入结构 单位：亿元

项目	2018年	2017年	2016年
传统寿险	63.02	155.89	109.34
分红寿险	16.28	18.90	20.24
健康险	10.04	7.68	4.59
意外伤害险	2.17	2.13	2.02
万能险	0.15	0.14	0.14
合计	91.66	184.75	136.33
规模保费	118.10	192.68	257.14

数据来源：幸福人寿审计报告，联合资信整理

表3 保险业务收入期限结构 单位：亿元

项目	2018年	2017年	2016年
趸缴业务	33.28	147.08	109.16
期缴业务	58.37	37.67	27.16
合计	91.66	184.75	136.33

数据来源：幸福人寿提供资料，联合资信整理

表4 保险业务营销渠道结构 单位：亿元、%

项目	2018年		2017年		2016年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
银行代理	66.78	72.86	163.10	88.28	121.77	89.32
代理人	20.30	22.15	17.29	9.36	10.49	7.69
公司直销	2.21	2.41	2.10	1.14	1.97	1.45
保险中介	2.37	2.58	2.25	1.22	2.10	1.54
合计	91.66	100.00	184.75	100.00	136.33	100.00

数据来源：幸福人寿提供，联合资信整理

表5 退保及赔付情况 单位：亿元、%

项目	2018年	2017年	2016年
退保金	90.70	78.36	59.63
赔付支出	26.71	29.60	28.40
再保前简单赔付率	29.14	16.02	20.83
退保率	27.60	22.13	17.19

数据来源：幸福人寿审计报告，联合资信整理

表6 投资资产 单位：亿元、%

项目	2018年末		2017年末		2016年末	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
银行存款	32.34	4.61	20.90	2.93	30.63	4.78
债务工具	455.27	64.84	466.24	65.32	350.53	54.74
债券	211.87	30.17	171.66	24.05	155.92	24.35
信托计划	128.85	18.35	169.35	23.73	86.65	13.53
固收类资产管理产品	47.37	6.75	56.49	7.91	41.25	6.44
其他债务工具	67.18	9.57	68.74	9.63	66.71	10.42
权益工具	213.03	30.34	225.88	31.65	258.62	40.39
基金	95.72	13.63	100.24	14.04	133.23	20.81
类基金资产管理产品	54.30	7.73	74.93	10.50	84.73	13.23
股权投资	42.16	6.00	35.29	4.94	27.61	4.31
股票	16.25	2.31	11.39	1.60	8.70	1.36
优先股	4.61	0.66	4.04	0.57	4.36	0.68
投资性房地产	1.52	0.22	0.71	0.10	0.55	0.09
投资资产总额	702.15	100.00	713.73	100.00	640.34	100.00
减：减值准备	47.01	6.70	3.22	0.45	4.65	0.73
投资资产净额	655.14	-	710.51	-	635.70	-
投资资产收益率		-4.98		6.38		6.90

注：1. 银行存款包括定期存款及存出资本保证金；

2. 固收类资产管理产品包括收益权资产管理产品、项目资产支持计划、基础设施债权投资计划等；

3. 投资资产收益率为财务口径

数据来源：幸福人寿审计报告，联合资信整理

表7 收益情况 亿元、%

项目	2018年	2017年	2016年
营业收入	105.13	235.76	188.20
已赚保费	91.29	184.48	136.27
投资收益	13.12	50.50	51.66
营业支出	173.93	235.26	187.98
退保金	90.70	78.36	59.63
赔付支出	26.71	29.60	28.40
提取保险责任准备金	-23.00	83.28	50.65
资产减值损失	46.15	3.81	4.97
手续费及佣金支出	8.97	12.10	7.55
业务及管理费	11.96	13.56	14.59
净利润	-68.01	0.49	0.18
综合费用率	22.96	13.93	16.40
手续费及佣金率	9.78	6.55	5.54
总资产收益率	-9.67	0.07	0.03
净资产收益率	-105.45	0.92	0.54

数据来源：幸福人寿审计报告，联合资信整理

表8 保险责任准备金计提情况 单位：亿元、%

项目	2018年	2017年	2016年
年末保险合同准备金余额	376.07	395.66	311.86

当年提取保险责任准备金	-23.00	83.28	50.65
提取的保险责任准备金/保险业务收入	-25.09	45.08	37.15

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：幸福人寿审计报告，联合资信整理

表9 现金流情况 单位：亿元

项目	2018年	2017年	2016年
经营活动产生的现金流量净额	-123.70	-42.48	79.93
投资活动产生的现金流量净额	31.33	-1.54	-44.16
筹资活动产生的现金流量净额	70.14	52.29	-28.50
现金及现金等价物净增加额	-22.23	8.27	7.28
期末现金及现金等价物余额	31.51	53.74	45.48

数据来源：幸福人寿审计报告，联合资信整理

表10 偿付能力情况 单位：亿元、%

项目	2018年末	2017年末	2016年末
认可资产	677.22	728.06	669.75
认可负债	569.00	620.96	602.49
实际资本	108.23	107.10	67.26
其中：核心一级资本	54.11	77.01	37.29
附属一级资本	54.11	30.09	29.97
最低资本	58.16	76.32	56.24
认可资产负债率	84.02	85.29	89.96
资产认可率	99.83	99.93	99.91
核心偿付能力充足率	93.04	100.91	66.31
综合偿付能力充足率	186.07	140.34	119.60

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

数据来源：幸福人寿偿付能力报告，联合资信整理

附录 4 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+长期股权投资+投资性房地产+拆出资金+存出资本保证金
可快速变现资产	货币资金+交易性金融资产+买入返售金融资产+可供出售金融资产(扣除股权投资和资产管理产品)+定期存款
手续费及佣金率	手续费及佣金支出/保险业务收入×100%
综合费用率	(分保费用+税金及附加+手续费及佣金支出+业务及管理费-摊回分保费用)/已赚保费×100%
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%
再保前简单赔付率	赔付支出/保险业务收入×100%
退保率	退保金/(上期末长期责任准备金+本期长期险保费收入)×100%
总资产收益率	净利润/[(期初资产总额+期末资产总额)/2]×100%
净资产收益率	净利润/[(期初净资产总额+期末净资产总额)/2]×100%
股东权益/资产总额	股东权益/资产总额×100%

注：银行存款包括定期存款和存出资本保证金

附录 5-1 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 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