

联合资信评估有限公司

承诺书

本机构承诺出具的百年人寿保险股份有限公司2018年资本补充债券信用评级报告不存在虚假记载、误导性陈述或重大遗漏，并对其真实性、准确性及完整性负责。



信用等级公告

联合[2018] 2569 号

联合资信评估有限公司通过对百年人寿保险股份有限公司主体长期信用状况及拟发行的 2018 年资本补充债券进行综合分析和评估，确定百年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（不超过人民币 43 亿元）信用等级为 AA⁻，评级展望为稳定。

特此公告。



百年人寿保险股份有限公司

2018 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：AA
资本补充债券信用等级：AA⁻
评级展望：稳定

评级时间

2018 年 9 月 21 日

主要数据

项目	2018年 6月末	2017年末	2016年末	2015年末
资产总额(亿元)	880.97	687.34	507.88	361.91
负债总额(亿元)	829.83	621.47	432.82	275.64
保险合同准备金(亿元)	607.84	466.26	330.24	235.32
股东权益(亿元)	51.15	65.87	75.06	86.27
实际资本(亿元)	77.53	92.01	92.72	71.21
偿付能力充足率(%)	-	-	-	619.60
核心偿付能力充足率(%)	91.54	118.20	155.00	-
综合偿付能力充足率(%)	101.45	128.80	171.00	-
项目	2018年 1-6月	2017年	2016年	2015年
营业收入(亿元)	269.22	320.07	211.88	184.95
已赚保费(亿元)	248.63	281.40	182.74	158.66
净利润(亿元)	3.15	3.51	2.04	0.32
综合投资收益(亿元)	20.31	38.20	28.75	25.64
投资资产收益率(%)	-	6.91	7.50	11.01
综合费用率(%)	-	14.68	16.30	14.46
手续费及佣金率(%)	-	7.51	6.92	5.00
总资产收益率(%)	-	0.59	0.47	0.12
净资产收益率(%)	-	4.97	2.52	0.58

注：2015 年末偿付能力指标按照“偿一代”监管规则计算得到，2016 年-2018 年 6 月末偿付能力指标按照按照“偿二代”监管规则计算得到；2018 年上半年偿付能力报告未经审计。

数据来源：百年人寿审计报告、偿付能力报告。

分析师

葛成东 付郑兵 朱天昂

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

百年人寿保险股份有限公司(以下简称“百年人寿”)成立于 2009 年,为东北地区首家中资寿险法人机构。成立以来,百年人寿逐步建立健全公司治理机制和风险控制体系,为业务的发展提供良好的保障;不断拓展保险业务渠道,相继与工行、农行、建行、邮储等国有商业银行建立合作关系,实现在华中、华北、华东、东北、西南、华南七大区域的战略布局;多次实施增资扩股,增强核心资本实力,为业务持续发展奠定良好基础。近年来,百年人寿保险业务保持高速发展,保险业务收入大幅增长,市场竞争力稳步提升;由于加大保险资金运用力度,优化大类资产配置,投资收益快速上升,2015 年开始扭亏为盈进入盈利期。另一方面,百年人寿保险业务对银保渠道依赖度高,由于银保渠道产品以趸交业务品种为主,一般较个险渠道产品内含价值偏低,其保险业务营销渠道结构有待优化;同时,快速发展的保险业务和投资业务对其资本消耗较为明显,偿付能力指标快速下降,资本面临一定补充压力。目前,百年人寿拟引入具有国有背景或海外基金背景的股东来优化股权结构,并拟由新股东进行增资将股本增至 100 亿元以上,同时拟发行资本补充债券来补充资本,以提升偿付能力,为后续业务的发展提供保障,同时也为未来 A 股上市打下基础。综上,联合资信评估有限公司评定百年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(不超过人民币 43 亿元)的信用等级为 AA⁻,评级展望为稳定。该评级结论反映了本次资本补充债券的违约风险很低。

优势

- 公司治理机制与风险管理体系运行良好,保费收入大幅增长,资金运用收益不断提升,2015 年实现扭亏为盈步入盈利期;

- 持续的增资扩股，使公司核心一级资本得到补充，为业务持续发展奠定了良好基础；
- 个险渠道逐步完善，个险渠道保险业务收入大幅增长，有助于提升其保险业务的整体内含价值；
- 拟引进国有背景或海外基金背景股东来进行增资扩股，将股本增至100亿元以上，并拟发行资本补充债券来补充资本，以提升偿付能力，为后续业务的发展提供保障，同时也为未来A股上市打下基础；
- 国内保险市场发展潜力大，得益于积极有利的政策推动和适当的行业监管，保险行业发展前景持续向好。

关注

- 保险业务主要以传统寿险为主，险种收入集中度相对较高，业务结构有待进一步优化；
- 保险业务对银保渠道依赖度高，考虑到银保业务以趸交业务品种为主，内含价值偏低，其保险业务营销渠道结构有待优化；
- 信托计划、债权投资计划以及非上市公司股权投资等投资规模上升较快，投资资产价值和投资收益受市场价格波动影响较大，需关注投资收益波动给收益水平以及投资资产公允价值变动给净资本带来的影响；
- 保险业务和投资业务快速发展对其资本消耗较为明显，偿付能力指标快速下降，偿二代体系下其偿付能力充足水平面临一定压力；
- 保险费率改革和市场竞争加剧对寿险行业盈利水平和风险管理产生一定压力。

声明

一、本报告引用的资料主要由百年人寿保险股份有限公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

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

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

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

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

六、本次信用评级结果的有效期为本次债项的存续期；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。

百年人寿保险股份有限公司

2018 年资本补充债券信用评级报告

一、主体概况

百年人寿保险股份有限公司（以下简称“百年人寿”或“公司”）成立于 2009 年 6 月，由大连万达集团股份有限公司、中国东方资产管理股份有限公司等 16 家股东共同出资组建，是东北地区首家中资寿险法人机构。百年人寿初始注册资本 11.10 亿元，近年来多次以增资扩股的方式扩大注册资本，2012-2015 年分别定向增发 5.50 亿股、7.00 亿股、11.70 亿股和 42.65 亿股。截至 2018 年 6 月末，百年人寿注册资本为 77.95 亿元，前五大股东持股情况见表 1。经过多次股权转让，百年人寿单一最大股东变更为大连万达集团股份有限公司（以下简称“万达集团”）。

表 1 百年人寿股东持股情况 单位：%

股东名称	持股比例
大连万达集团股份有限公司	11.55
大连融达投资有限责任公司	10.26
新光控股集团有限公司	10.26
大连一方地产有限公司	10.26
江西恒茂房地产开发有限公司	10.26
合计	52.59

资料来源：百年人寿审计报告，联合资信整理。

目前，百年人寿拟引入国有背景或海外基金背景的股东来优化股权结构，并拟由新股东进行增资将股本增至 100 亿元以上，以进一步补充资本，提升偿付能力，为后续业务的发展提供保障，也会未来 A 股上市打下基础。

百年人寿的经营范围：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；经中国保监会批准的其他业务（依法须经批准的项目，经相关部门批准后方可开展经营活动）。

截至 2018 年 6 月末，百年人寿共设有分支机构 369 家，其中省级分公司 20 家、中心支公司 128 家、支公司 189 家、营销服务部 27 家、电销中心 5 家；拥有网金控股（大连）有限公司和大连壹佰金资产管理有限公司 2 家全资子公司，并控股百年保险资产管理有限责任公司（持股比例 80.00%）和大连爱立方健康管理有限公司（持股比例 78.00%）2 家子公司；职工总数 3892 人。

截至 2017 年末，百年人寿资产总额 687.34 亿元，其中投资资产 640.15 亿元；负债总额 621.47 亿元，其中保险合同准备金合计 466.26 亿元；所有者权益合计 65.87 亿元；实际资本 92.01 亿元，核心偿付能力充足率 118.20%，综合偿付能力充足率 128.80%。2017 年，百年人寿实现营业收入 320.07 亿元，其中已赚保费 281.40 亿元，投资收益 37.75 亿元，实现净利润 3.51 亿元。

截至 2018 年 6 月末，百年人寿资产总额 880.97 亿元，其中投资资产 792.62 亿元；负债总额 829.83 亿元，其中保险合同准备金合计 607.84 亿元；所有者权益合计 51.15 亿元；实际资本 77.53 亿元，核心偿付能力充足率 91.54%，综合偿付能力充足率 101.45%。2018 年 1-6 月，百年人寿实现营业收入 269.22 亿元，其中已赚保费 248.63 亿元，投资收益 20.57 亿元，实现净利润 3.15 亿元。

注册地址：大连市沙河口区体坛路 22 号诺德大厦 21、22、23 层

法定代表人：何勇生

二、本次债券概况

1. 本次债券概况

本次资本补充债券拟发行规模为不超过人

民币 43 亿元，具体发行条款以发行人和主承销商共同确定并经主管部门审批通过的内容为准。

2. 本次债券性质

本次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；本次债券与发行人已发行的与本次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、资本补充债券等其他资本补充工具同顺位受偿；发行人无法如约支付本息时，该资本工具的权益人无权向法院申请对保险公司实施破产。

本次债券的品种一、品种二均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保监会备案后，发行人可以选择在本次债券设置提前赎回权的计息年度的最后一日，按面值全部或部分赎回本次债券。

3. 募集资金用途

本次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。

三、经营环境分析

1. 宏观经济环境分析

2017 年，世界主要经济体仍维持复苏态势，为我国经济稳中向好发展提供了良好的国际环境，加上供给侧结构性改革成效逐步显现，2017 年我国经济运行总体稳中向好、好于预期。2017 年，我国国内生产总值（GDP）82.8 万亿元，同比实际增长 6.9%（见表 2），经济增速自 2011 年以来首次回升。具体来看，西部地区经济增速引领全国，山西、辽宁等地区有所好转；产业结构持续改善；固定资产投资增速有所放缓，居民消费平稳较快增长，进出口大幅改善；全国居民消费价格指数（CPI）有所回落，工业生产者出厂价格指数（PPI）和工业生产者购进价

格指数（PPIRM）涨幅较大；制造业采购经理人指数（制造业 PMI）和非制造业商务活动指数（非制造业 PMI）均小幅上升；就业形势良好。

积极的财政政策协调经济增长与风险防范。2017 年，全国一般公共预算收入和支出分别为 17.3 万亿元和 20.3 万亿元，支出同比增幅（7.7%）和收入同比增幅（7.4%）均较 2016 年有所上升，财政赤字（3.1 万亿元）较 2016 年继续扩大，财政收入增长较快且支出继续向民生领域倾斜；进行税制改革和定向降税，减轻相关企业负担；进一步规范地方政府融资行为，防控地方政府性债务风险；通过拓宽 PPP 模式应用范围等手段提振民间投资，推动经济增长。稳健中性的货币政策为供给侧结构性改革创造适宜的货币金融环境。2017 年，央行运用多种货币政策工具“削峰填谷”，市场资金面呈紧平衡状态；利率水平稳中有升；M1、M2 增速均有所放缓；社会融资规模增幅下降，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（71.2%）也较上年有所提升；人民币兑美元汇率有所上升，外汇储备规模继续增长。

三大产业保持平稳增长，产业结构继续改善。2017 年，我国农业生产形势较好；在深入推进供给侧结构性改革、推动产业转型升级以及世界主要经济体持续复苏带动外需明显回升的背景下，我国工业结构得到进一步优化，工业生产保持较快增速，工业企业利润快速增长；服务业保持较快增长，第三产业对 GDP 增长的贡献率（58.8%）较 2016 年小幅上升，仍是拉动经济增长的重要力量。

固定资产投资增速有所放缓。2017 年，全国固定资产投资（不含农户）63.2 万亿元，同比增长 7.2%（实际增长 1.3%），增速较 2016 年下降 0.9 个百分点。其中，民间投资（38.2 万亿元）同比增长 6.0%，较 2016 年增幅显著，主要是由于 2017 年以来有关部门发布多项政策措施，通过放宽行业准入、简化行政许可与提高审批服务水平、拓宽民间资本投融资渠道、

鼓励民间资本参与基建与公用事业 PPP 项目等多种方式激发民间投资活力，推动了民间投资的增长。具体来看，由于 2017 年以来国家进一步加强对房地产行业的宏观调控，房地产开发投资增速（7.0%）呈趋缓态势；基于基础设施建设投资存在逆周期的特点以及在经济去杠杆、加强地方政府性债务风险管控背景下地方政府加大基础设施投资推高 GDP 的能力受到约束的影响，基础设施建设投资增速（14.9%）小幅下降；制造业投资增速（4.8%）小幅上升，且进一步向高新技术、技术改造等产业转型升级领域倾斜。

居民消费维持较快增长态势。2017 年，全国社会消费品零售总额 36.6 万亿元，同比增长 10.2%，较 2016 年小幅回落 0.2 个百分点。2017 年，全国居民人均可支配收入 25974 元，同比名义增长 9.0%，扣除价格因素实际增长 7.3%，居民收入的持续较快增长是带动居民部门扩大消费从而拉动经济增长的重要保证。具体来看，生活日常类消费，如粮油烟酒、日用品类、服装鞋帽消费仍保持较快增长；升级类消费品，如通信器材类、文化办公用品类、家用电器和音响器材类消费均保持较高增速；网络销售继续保持高增长态势。

进出口大幅改善。2017 年，在世界主要经济体持续复苏的带动下，外部需求较 2016 年明显回暖，加上国内经济运行稳中向好、大宗商品价格持续反弹等因素共同带动了进出口的增长。2017 年，我国货物贸易进出口总值 27.8 万亿元，同比增加 14.2%，增速较 2016 年大幅增长。具体来看，出口总值（15.3 万亿元）和进口总值（12.5 万亿元）同比分别增长 10.8% 和 18.7%，较 2016 年均大幅上涨。贸易顺差 2.9 万亿元，较 2016 年有所减少。从贸易方式来看，2017 年，一般贸易进出口占我国进出口总额的比重（56.3%）较 2016 年提高 1.3 个百分点，

占比仍然最高。从国别来看，2017 年，我国对美国、欧盟和东盟进出口分别增长 15.2%、15.5% 和 16.6%，增速较 2016 年大幅提升；随着“一带一路”战略的深入推进，我国对哈萨克斯坦、俄罗斯、波兰等部分一带一路沿线国家进出口保持快速增长。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，进口方面主要以能源、原材料为主。

展望 2018 年，全球经济有望维持复苏态势，这将对我国的进出口贸易继续构成利好，但主要经济体流动性趋紧以及潜在的贸易保护主义风险将会使我国经济增长与结构性改革面临挑战。在此背景下，我国将继续实施积极的财政政策和稳健中性的货币政策，深入推进供给侧结构性改革，深化国资国企、金融体制等基础性关键领域改革，坚决打好重大风险防范化解、精准脱贫、污染防治三大攻坚战，促进经济高质量发展，2018 年经济运行有望维持向好态势。具体来看，固定资产投资将呈现缓中趋稳态势。其中，基于当前经济稳中向好加上政府性债务风险管控的加强，2018 年地方政府大力推动基础设施建设的动力和能力都将有所减弱，基础设施建设投资增速或将小幅回落；在高端领域制造业投资的拉动下，制造业投资仍将保持较快增长；当前房地产市场的持续调控、房企融资受限等因素对房地产投资的负面影响仍将持续，房地产投资增速或将有所回落。在国家强调消费对经济发展的基础性作用以及居民收入持续增长的背景下，居民消费将保持平稳较快增长；对外贸易有望保持较好增长态势，调结构、扩大进口或将成为外贸发展的重点内容，全球经济复苏不确定性、贸易保护主义以及 2017 年进出口额基数较高等因素或导致 2018 年我国进出口增速将有所放缓。此外，物价水平或将出现小幅上升，失业率总体将保持稳定，预计全年经济增速在 6.5% 左右。

表 2 宏观经济主要指标 单位：%/亿元

项目	2017 年	2016 年	2015 年	2014 年	2013 年
GDP 增长率	6.9	6.7	6.9	7.4	7.7

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

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

2. 寿险行业发展概况

(1) 业务概况

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

分别实现原保险保费收入 2.15 万亿元和 0.44 万亿元，同比分别增长 23.01% 和 8.58%。资产方面，寿险公司总资产 13.21 万亿元，较年初增长 6.25%，寿险公司资产增速有所放缓。

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

表 3 寿险公司市场集中度（原保费收入） 单位：%

排名	2015 年		2016 年		2017 年	
	公司	占比	公司	占比	公司	占比
1	国寿股份	22.96	国寿股份	19.85	国寿股份	19.67
2	平安人寿	13.14	平安人寿	12.69	平安人寿	14.17
3	新华人寿	7.05	太保人寿	6.33	安邦人寿	7.28
4	太保人寿	6.85	安邦人寿	5.26	太保人寿	6.68
5	人保寿险	5.64	新华人寿	5.19	泰康人寿	4.43
6	太平人寿	5.04	和谐健康	4.93	太平人寿	4.38
7	富德生命人寿	4.98	人保寿险	4.84	新华人寿	4.20
8	泰康人寿	4.79	富德生命人寿	4.71	人保寿险	4.08
9	安邦人寿	3.44	太平人寿	4.35	华夏人寿	3.34
10	和谐健康	1.94	泰康人寿	4.14	富德生命人寿	3.09
	合计	75.83	合计	72.30	合计	71.31

数据来源：保监会网站、联合资信整理。

业务结构方面，我国人身保险产品按照保障范围可划分为寿险、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，2017年，我国寿险业务占人身险业务的80.22%，健康险业务占16.41%。2016年下半年以来，保监会持续加强对万能险和险资举牌等行为的监管和处罚，使万能险产品不断减少，结算利率不断下降。2017年以来，部分保险公司万能险业务呈现负增长，新产品的结算利率持续下降，万能险多以年金或附加险的形式出现在保险公司的业务模式中。2017年，寿险行业共实现总保费收入3.24万亿元，同比下降6.06%；实现原保险保费收入2.60万亿元，同比增长20.04%，增速有所放缓。

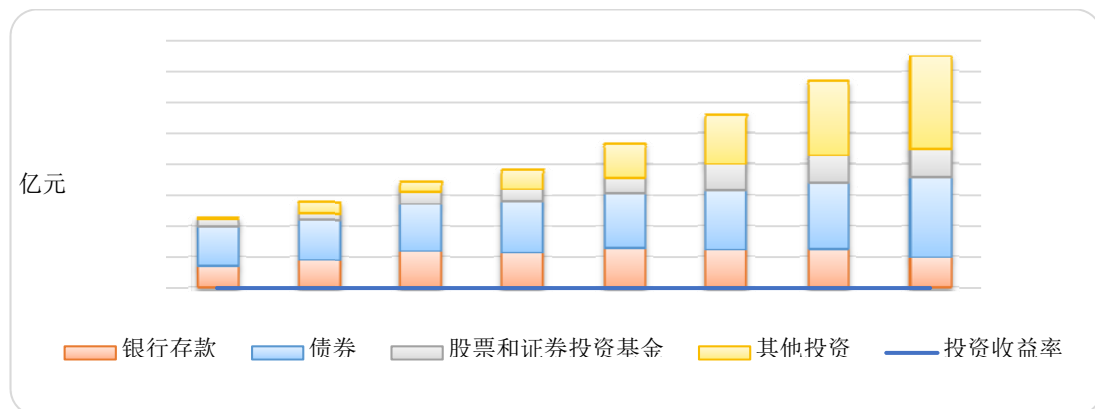
从竞争策略来看，不同类型保险公司的市场策略产生了一定的分化。具体来看，成立时间长、市场份额领先的大型保险公司整

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

(2) 盈利水平

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

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。

投资收益方面，2017年以来，受益于债券和长期股权投资收益率有所提升，有利于险企固定收益类投资收益的提升，同时股市行情表现较好，保险公司在股票投资方面也有较好的表现，整体投资收益水平稳中有进。截至2017年末，国内保险资金运用余额14.92万亿元，较上年末增长11.42%，占国内保险行业资产总额的89.08%。从投资资

产结构来看，保险资金运用配置更趋优化，截至2017年末，银行存款与债券投资合计占比47.51%，较2016年末下降3.19个百分点；股票和证券投资基金占比12.30%，下降0.98个百分点；其他投资占比40.19%，上升4.17个百分点，其中长期股权投资占24.63%，其余为非标类投资。总体看，近年来银行存款及债券投资规模较大，收益相对

稳定，仍是保险资金运用最重要资产配置选项，非标类投资总额和占比持续快速上升，股票和证券投资基金保持平稳增长态势（见图 1）。由于保险资金运用金额大、占比高，保险公司利润水平受投资收益水平影响大。2016 年，由于低利率，资本市场波动等因素，保险资金投资收益率下降明显；2017 年以来，

(3) 偿付能力

2015 年 2 月，保监会发布了中国风险导向的偿付能力体系(简称“偿二代”)17 项监管规则，以及《关于中国风险导向的偿付能力体系过渡期有关事项的通知》。2016 年“偿二代”正式实施，行业整体偿付能力充足水平稳定，但呈下降趋势。部分寿险公司偿付能力正在逼近监管红线(核心偿付能力充足率低于 50%，综合偿付能力充足率低于 100%)，而中法人寿及新光海航人寿两家寿险公司核心和综合偿付能力充足率均为负。2017 年第四季度，人身险公司平均综合偿付能力充足率为 245%。总体看，业务的发展及资本市场的变化将会增加寿险行业的风险管控的难度，从而使得偿付能力的提升承压。

近年来，业务规模的快速发展、资本市场的波动以及监管力度的加大对保险公司偿付能力带来不利影响，资本补充需求较大。保险公司资本补充力度逐年加大，主要通过股东增资、发行资本补充债券等方式补充资本。2017 年，监管机构在从严从重加强保险资金运用监管背景下，资本补充债发行申请通过数量较上年同期显著下降，全年人身险行业审批通过发行不超过 35 亿元。与此同时，部分保险公司寻求通过增加注册资本的方式补充资本，2017 年人身险公司累计补充注册资本金 211.90 亿元。总体看，虽然保险行业偿付能力保持充足水平，但部分人身险公司补充资本的需求仍然存在，另外，保监会也不断健全多样的资本补充工具，资本补充渠道将进一步丰富。

3. 行业监管与政策支持

在保险行业快速发展的同时，为保证中国

随着保险公司资金运用效率提高，投资收益有所改善，2017 年资金运用收益率 5.77%，同比上升 0.11 个百分点。随着利率上行，未来保险公司准备金补提压力逐渐下降，投资收益改善和准备金计提压力的减轻，将促进险企利润不断提升。

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

在整体政策方面，2017 年，保监会发布了“1+4”系列文件，“1”是指《中国保监会关于进一步加强保险监管维护保险业稳定健康发展的通知》，反应保险监管工作的“强监管”总体思路。“4”是指四个落实文件，分别为《关于进一步加强保险业风险防控工作的通知》、《关于强化保险监管打击违法违规行为整治市场乱象的通知》、《关于弥补监管短板构建严密有效保险监管体系的通知》和《关于保险业支持实体经济发展的指导意见》。“1+4”系列文件明确了保险业应着力防范的风险类别及需要重点整治的市场乱象，包括整治虚假出资以解决资本不足问题；整治公司治理乱象以提升治理机制有效性；整治资金运用乱象以遏制违规投资、激进投资行为；整治产品不当创新以坚决清退问题产品；整治理赔难以提高理赔服务质量和效率；整治违规套取费用以规范市场经营行为；整治数据造假以摸清市场风险底数等。

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

强人身保险公司销售管理工作的通知》和《保险销售行为可回溯管理暂行办法》，从保险营销和保险销售两个环节对人身险销售进行了规范。

资金运用方面，保监会进一步规范险资运用，2017年6月，保监会发布了《关于进一步加强保险公司关联交易管理有关事项的通知》，主要针对近年各行业资本争相进入保险业，低成本的保险资金通过层层嵌套的金融手段流动于关联方，为此保监会提出“穿透式”认定关联交易行为，有利清晰保险业资产质量和管控风险。此外，保监会下发《关于开展保险资金运用风险排查专项整治工作的通知》，重点对权益投资、另类投资以及金融产品、不动产和境外投资领域，实施穿透式检查，严格控制增量风险。保监会不断加强保险资金运用监管，治理非理性举牌、境外收购等乱象，控制保险资金进入房地产领域，严禁保险资金直接和间接投资商业住宅，规范保险机构内保外贷业务，取消通道业务等，使得保险资金激进投资得到有效遏制。

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

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

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

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

总体看，国内保险监管越来越强调保险产品的保障功能，险资运用监管趋严，信息披露更加充分，控风险成为主要基调。逐步健全的监管体系、严格的监管政策以及相关支持政策均有助于国内保险公司持续稳健地经营和发展。

四、公司治理与内部控制

1. 公司治理

截至2018年6月末，百年人寿股本总额为77.95亿股，其中国有股占11.60%，法人股占88.40%。百年人寿业务运营市场化程度较高，无实际控制人，第一大股东为万达集团，持有公司11.55%的股份。万达集团前期在业务拓展方面给予了百年人寿一定的支持，尤其是在团险渠道建设方面，但随着万达集团自身发展面临困境，未来对公司资本补充以及业务拓展方面的支持具有一定不确定性。目前，百年人寿拟引入具有国有背景或海外基金背景的股东来优化股权结构，并拟由新股东进行增资将股本增至100亿元

以上，以进一步补充资本，提升偿付能力，为后续业务的发展提供保障，同时也为未来 A 股上市打下基础。根据百年人寿的测算，若此次增资扩股顺利完成，其偿付能力指标将长期保持在监管要求水平之上。

百年人寿按照《公司法》、《保险法》和公司章程等法律法规的要求，建立起了由股东大会、董事会、监事会和高级管理层构成的“三会一层”公司治理架构，并逐步完善制度体系，各主体能够实现独立运作、有效制衡。

股东大会是百年人寿公司的权力机构。百年人寿按照章程及相关议事规则，召集和召开股东大会，有效保证了全体股东的知情权、参与权与表决权。近年来，百年人寿多次召开股东大会，审议通过了董事会工作报告、监事会工作报告、财务决算与预算方案、董事变更、利润分配方案、增资扩股、公司章程修订等多项重大议案。

董事会是百年人寿的经营决策机构。百年人寿董事会由 13 名董事构成，其中独立董事 4 名；董事会下设审计合规委员会、资产负债管理委员会（投资决策委员会）、风险管理委员会、提名委员会、薪酬福利委员会 5 个专业委员会。其中，提名委员会的主任委员由董事长担任，审计合规委员会及薪酬福利委员会的主任委员均由独立董事担任。近年来，百年人寿多次召开董事会会议，审议通过了公司章程修订、年度经营计划、利润分配方案等多项议案。同期，各专门委员会召开多次会议，议题涉及公司经营计划、重大投资、风险管理等方面，为董事会的科学决策提供专业支持。

监事会是百年人寿的监督机构。百年人寿监事会由 9 名监事构成，其中股东监事 5 名、职工监事 3 名。近年来，百年人寿监事会通过召开监事会会议、列席董事会和高级管理层会议等方式，对公司的经营情况、财务和风险管理、内部控制、董事会和高级管理层履职情况进行监督，较好地发挥了监督作用。

高级管理层是百年人寿的执行机构。百年人寿高级管理层由 10 名成员组成，其中总裁 1 名、副总裁 5 名；总裁由董事长提名，其他高级管理人员由总裁提名，由董事会聘任并上报监管机构核实审批。百年人寿高级管理人员学历较高，具有丰富的银行及保险行业经营管理经验，有助于提高专业化的营运水平。

总体看，百年人寿建立了较为健全的公司治理结构，股东大会、董事会、监事会及高级管理层运作规范，公司治理水平逐步提升。

2. 内部控制

百年人寿按照《企业内部控制基本规范》和《保险公司内部控制基本准则》的要求，建立了内部控制三道防线：第一道防线由各分支机构和总公司各职能部门组成，负责在业务前端识别、评估、应对、监控与报告风险；第二道防线由合规经营部和风险管理部组成，负责综合协调制订各类风险制度、标准和限额，提出应对意见；第三道防线由审计部组成，负责针对公司已经建立的风险管理制度、流程的落实情况以及各项风险的控制程序和活动进行监督。

百年人寿参考行业内部控制方面的经验，制定并下发了一系列的管理制度和办法，涵盖公司经营管理的各个方面。在业务控制方面，百年人寿明确了承保、理赔、营销、投资、财务、再保等业务环节的控制程序；在财务控制方面，百年人寿通过借鉴平安人寿的经验建立了切合自身发展的预算体系和资金管理体系；在资本管理方面，百年人寿制定了《偿付能力应急方案》加强偿付能力的管理；在风险管理方面，百年人寿建立了以风险管理部为依托，相关职能部门和分支机构密切配合，覆盖所有业务单位的全面风险管理组织体系；在信息技术管理方面，百年人寿加强资产负债管理和风险资本的研究和运用，提高风险计量的科学性和准确性。

总体看，百年人寿内控体系较完善，合规经营意识较强。

3. 发展战略

百年人寿将自身战略目标定位于“努力成为最具成长性和发展潜力的人寿保险公司”。未来，百年人寿将坚持价值导向，通过机制引领，以产品创新和服务升级为核心竞争力，坚守底线，合规发展，稳健经营，实现从模仿到超越，从追随到领先的跨越式增长、持续盈利和 2021 年进入市场前十，并争取在未来进行 A 股上市。

在此基础上，百年人寿以“价值”为导向提出了 2018 年的经营目标：争取在 2018 年实现原保费收入 350.58 亿元，净利润 6.50 亿元；计划新开设中心支公司 9 家、支公司 44 家。

为确保经营目标的有效落地，百年人寿计划通过以下措施实现战略愿景：一是寻找新模式、新突破。以模式创新实现弯道超车，实现规模、价值、利润共同跨越成长。二是提升渠道发展能力。银保渠道方面，通过抓住一季度银行业务黄金时点发挥银行渠道特长，拓展价值保费来源；团险渠道方面，进一步夯实 BBC 业务基础并持续提升网销业务规模，以实现跨越式增长；顾销渠道作为全新渠道，坚持稳扎稳打策略，在做好人才沉淀和人才引进的同时，着力提升件均保费和深挖产品开发，以产能的持续提升带动成本的优化；多元渠道方面，进一步强化内生动力，拓宽外部合作领域，通过在网电融合、O2O 共建、人工智能坐席等创新项目方面推动模式创新来实现渠道换挡。三是通过机制引领、产品创新及服务升级提升管理能力和水平。进一步深化“以能力定职位”的考核机制和“以贡献定薪酬”的奖励机制，同时加快产品创新以及科技建设。四是严守合规底线。不断提升合规经营能力，为公司快速、稳健和可持续发展提供保障。

2018 年以来，百年人寿取得了快速发展，市场占有率持续上升。目前公司经营区域已覆盖华中、华北、华东、东北、西南、西北、华南七大区域，基本完成战略布局。此外，公司前期通过借助万达金融的线上资源，逐渐形成

辐射全国的服务能力。

总体看，百年人寿发展规划执行情况良好，逐步实现了预定发展目标。

五、业务经营分析

1. 保险业务

近年来，随着寿险费率市场化的完成、产品创新的加速、互联网业务的兴起以及居民保险意识的增强，国内寿险行业呈现快速发展的态势。在此背景下，百年人寿主要通过完善保险业务拓展渠道区域布局、丰富寿险产品种类等方式，推动保险业务的高速增长；同时，通过多次增资扩股的方式增强资本实力，保障保险业务的可持续发展。2017 年，百年人寿实现保险业务收入 282.39 亿元，市场占有率 1.08%，在 85 家寿险公司中排名第 19 位（见附录 3：表 1）。

百年人寿保险业务产品种类包括传统寿险、健康险、意外险和分红寿险。近年来，百年人寿根据行业发展趋势和渠道营销特点，结合自身发展战略目标，实施差异化的产品策略。2015 年以前，为拓宽银保合作渠道，扩大保险业务规模，百年人寿根据银保渠道客户需求主推投资功能较强的分红寿险产品；2015 年以来，为提升业务内含价值，增强业务发展的稳定性和持续性，百年人寿加大力度发展保障型产品，因此传统寿险业务规模明显增长。截至 2017 年末，百年人寿传统寿险实现保险业务收入 253.81 亿元，占保险业务收入总额的 89.88%；分红寿险实现保险业务收入 14.47 亿元，占 5.12%（见附录 3：表 2）。

百年人寿主要通过个险、银保、团体等渠道开拓保险业务。近年来，由于监管政策以及内含价值等方面的原因，百年人寿逐步收缩团险渠道业务，着力发展个险和银保渠道业务，个险和银保渠道保险业务收入均实现大幅增长，团险渠道保险业务收入占比由 2015 年的 1.93% 下降至 2017 年的 0.74%（见附录 3：表 3），对保险业务贡献度逐年下降。

百年人寿个险渠道业务主要依托分支机构

开展，其按照省级、地市的区域划分标准对分支机构实行分类管理，并采取“做强本部、兼顾延伸”区域发展策略。目前，百年人寿已开立分公司 20 家，中心支公司 128 家，支公司 189 家，实现在华中、华北、华东、东北、西南、华南七大区域的战略布局。此外，随着互联网技术的成熟以及互联网金融的发展，百年人寿逐步构建网络销售渠道，以拓宽客户营销领域，开拓保费收入新来源。另外，面对竞争日益激烈的寿险市场，百年人寿参照美国和日本保险公司积极组建顾问行销团队，根据客户的贡献价值，提供差异化的营销服务，以作为对传统保险代理人团队的补充。百年人寿顾问行销渠道与个险渠道在区域和客户定位上均存在互补，其中个险渠道主要定位于中小城市客群，而顾问行销渠道则主要拓展省会中心城市的优质客群。近年来，百年人寿个险渠道保险业务收入快速增长。2017 年，百年人寿个险渠道实现保险业务收入 83.54 亿元，占保险业务收入的 22.81%。整体看，百年人寿个险渠道逐步完善，个险渠道保险业务收入大幅增长，这有助于提升其保险业务的整体内含价值。

百年人寿成立了银行保险部和银保培训部，专门负责银保业务的开展。由于成立时间不长，为快速扩大保险业务规模，提升品牌知名度，百年人寿一直将银保渠道作为最重要的营销渠道。经过多年的发展，百年人寿相继与工行、农行、建行、邮储等网点分布广泛的国有商业银行建立合作关系，在做强本部区域的基础上，通过合作银行的网点机构扩大保险业务营销范围。近年来，在市场竞争加剧、“银保新政”持续深化、理财资金分流等不利环境下，百年人寿通过深化银保渠道合作、创新业务模式以及完善银保产品体系等方式，实现银保业务的高速发展，但由于大力发展个人渠道尤其是顾问行销渠道，银保渠道对保险业务收入的贡献度有所下降。2017 年，百年人寿银保渠道实现保险业务收入 274.17 亿元，呈快速增长态势，占保险业务收入总额的 74.84%，占比仍较高。整体看，由于银保渠道一般以内含

价值较低的趸交产品为主，个险渠道产品内含价值相对较高，百年人寿保险业务营销渠道结构仍有待优化。目前，百年人寿制定了以价值为导向的业务发展策略，着手推动银保渠道业务战略转型，但考虑到银保渠道的竞争状况，其业务转型效果有待观察。从保险产品期限结构看，成立以来，百年人寿主要通过银保渠道趸交业务推动保险业务规模的增长，因此趸交业务一直占有较高比重。近年来，考虑到趸交业务内含价值相对较低，百年人寿逐步调整银保渠道产品结构，加之个险渠道业务的发展，其期缴业务呈现较好的发展态势。2017 年，百年人寿趸交业务实现保险业务收入 162.32 亿元，占保险业务收入总额的 57.48%；期缴业务实现保险业务收入 120.07 亿元，其中期缴业务首年占期缴业务保险收入的 61.92%（见附录 3：表 4）。

百年人寿按照《人身保险内含价值报告编制指引》的要求，制定了年度内含价值报告，其中 2015 年内含价值报告按照风险贴现率 12% 的中心假设计算，2016-2017 年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，由于多次实施增资扩股以及投资收益的增长，百年人寿公司内含价值提升明显；同时，随着个险渠道业务的发展以及银保渠道业务的转型，其新业务价值和有效业务价值均呈良好上升态势。截至 2017 年末，百年人寿公司内含价值为 107.47 亿元，其中新业务价值为 9.36 亿元（见附录 3：表 5）。整体看，百年人寿保险业务规模增长的同时内含价值不断提升，产品结构持续优化。

近年来，随着保险业务规模的扩大，百年人寿净赔付支出和退保金规模快速增长。2017 年，百年人寿净赔付支出 27.68 亿元，赔付率为 9.82%（见附录 3：表 6），综合退保率为 19.53%。

2018 年以来，百年人寿在稳步发展保障型产品的基础上适当加大分红寿险业务拓展力度，保险业务收入较上年同期保持增长。2018 年 1-6 月，百年人寿实现保险业务收入 266.13 亿元，其中传统寿险和分红寿险收入分别占 41.52% 和 54.20%，健康险和意外险收入占比较小。从保

险业务营销渠道来看，银保渠道仍为百年人寿保险业务最主要的营销渠道，2018年上半年银保渠道对保险业务收入的贡献度保持在70%以上。

2. 投资业务

百年人寿根据相关法律法规的要求，制定了投资业务权限管理办法，按照分级管理、规范操作、有限授权的原则组建了由投资决策委员会、分管投资业务的公司副总裁、投资总监、投资主管以及投资经理构成投资决策体系，资产管理中心负责所有投资业务的操作，投资范畴主要包括存款、债券、债权计划、信托等固定收益类产品以及股票、基金等权益类产品，另有部分资金用于长期股权投资、不动产投资以及提供保户质押贷款。

近年来，随着保险业务的高速发展以及持续的增资扩股，百年人寿可运用的保险资金规模逐年扩大，带动投资资产规模大幅增长。截至2017年末，百年人寿投资资产余额640.15亿元（见附录3：表7），占资产总额的93.13%。

从会计科目看，百年人寿投资资产主要由定期存款、应收款项类金融资产和可供出售金融资产构成。近年来，受央行多次降息的影响，存款利率处于下行通道，百年人寿着重将资金用于投资其他高收益资产，导致定期存款占投资资产的比重不断下降。百年人寿持有的应收款项类金融资产包括债权投资计划和信托计划，资金主要投向基础设施建设或者政府土地储备项目，期限主要分布在2-3年；目前，百年人寿持有的应收款项类资产均采取了良好的风险缓释措施，包括第三方连带责任保证担保和土地、股权、应收账款等抵质押担保方式。近年来，随着保险资金投资范围的扩大，百年人寿通过有限合伙的方式加大了对非上市公司股权的投资，并将其纳入可供出售金融资产科目，导致可供出售金融资产规模明显增加。截至2017年末，百年人寿定期存款余额6.40亿元，占投资资产的1.00%；应收款项类金融

资产余额90.98亿元，占14.21%；可供出售金融资产余额459.98亿元，占71.85%。

百年人寿投资收益主要包括利息收入、股息收入和买卖价差收入。近年来，随着投资资产规模的增长，百年人寿投资收益快速上升。2015-2017年，百年人寿分别实现综合投资收益25.64亿元、28.75亿元和38.20亿元；投资资产收益率分别为11.01%、7.50%和6.91%；交易性金融资产公允价值变动损益分别为0.04亿元、-0.04亿元和0.45亿元；期末可供出售金融资产公允价值变动形成的利得或损失分别为5.87亿元、-7.68亿元和-20.36亿元，面临一定的市场风险。

2018年以来，百年人寿保险业务保持快速发展，可运用的保险资金规模迅速上升，投资资产规模随之快速增长。截至2018年6月末，百年人寿投资资产余额792.62亿元，占资产总额的89.97%；从投资品种来看，仍以存款、债券、债权计划、信托等固定收益类产品以及股票、基金等权益类产品为主。2018年1-6月，百年人寿实现投资收益20.57亿元。

3. 经营绩效

百年人寿营业收入主要由已赚保费和投资收益构成。近年来，得益于寿险行业的持续发展、自身区域布局的完善以及银保合作渠道的增长，百年人寿保险业务规模不断扩大，带动已赚保费规模大幅提升。此外，保险业务的高速发展以及持续的增资扩股为百年人寿投资业务的发展奠定了良好的资金基础，在资本市场的良好走势以及自身资金运营能力不断提升的背景下，投资收益快速上升。2017年，百年人寿实现营业收入320.07亿元，其中已赚保费281.40亿元，占营业收入的87.92%；投资收益37.75亿元，占营业收入的11.79%（见附录3：表8）。

百年人寿营业支出主要包括退保金、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。近年来，百年人寿银保趸交业务占有较高比重，随着寿险市场竞争加剧以及互

互联网金融、商业银行理财产品的冲击，银保趸交业务退保率较其他业务相对较高，导致年度退保金规模呈逐年上升趋势。赔付支出方面，包括赔款支出、年金给付、满期给付和死伤医疗给付等四个部分。近年来，百年人寿赔款支出和死伤医疗给付规模基本保持稳定，但受年金给付和满期给付规模增长的影响，其赔付支出规模大幅增加。提取保险责任准备金方面，百年人寿在对影响保险合同支出的众多因素做出合理假设和估计的基础上，通过选择适当的风险边际，提取保险责任准备金。近年来，随着保险业务规模的扩大，百年人寿计提的保险责任准备金规模逐年上升，占营业支出的比重有所上升。业务及管理费方面，随着分支机构开设、职工薪酬增长，百年人寿业务及管理费不断增加。手续费及佣金方面，随着银保业务的开展以及行业竞争的加剧，百年人寿手续费及佣金支出规模保持增长。2017年，百年人寿综合费用率为14.68%，手续费及佣金率为7.51%。整体看，受市场竞争加剧以及业务发展的影响，百年人寿成本费用支出规模逐年增长，但增长速度总体处于合理水平，成本费用控制能力不断提升。

2015年以来，得益于已赚保费及投资收益大幅提升以及运营成本的改善，百年人寿开始扭亏为盈，2017年总资产收益率和净资产收益率分别为0.59%和4.97%。

2018年以来，得益于保险业务的快速发展、投资力度的加大以及成本管控的加强，百年人寿营业收入和净利润较上年同期均保持增长。2018年1-6月，百年人寿实现营业收入269.22亿元，其中已赚保费248.63亿元，投资收益20.57亿元；营业支出266.08亿元，其中退保金85.87亿元，提取保险责任准备金净额126.77亿元；实现净利润3.15亿元。

六、风险管理分析

百年人寿根据监管规定要求，构建了由董事会负最终责任、管理层直接领导，以风险管

理部为依托，相关职能部门和分支机构密切配合，覆盖所有业务单位的全面风险管理组织体系。百年人寿董事会是风险管理的最高决策机构，负责审议公司风险管理总体目标、风险偏好、风险管理策略和重大风险解决方案等；董事会下设风险管理委员会，为董事会的风险管理决策提供专业支持；高级管理层根据董事会授权，负责组织实施全面风险管理工作，并设首席风险官1名，负责领导风险管理部组织实施全面风险管理工作；风险管理部负责牵头全公司风险管理工作，其他各职能部门和业务单位统一接受风险管理部的组织、协调和监督，建立并健全相关风险管理流程。近年来，百年人寿以偿二代偿付能力风险管理试评估为契机，对风险管理流程和制度的合理性、有效性进行梳理、总结和分析，同时加强资产负债管理和风险资本的研究和运用。此外，百年人寿逐步推动风险管理信息系统建设，积极搭建偿二代二支柱综合评级数据报送系统，目前已完成第一阶段系统功能上线，能实现分公司数据收集、上报、审核、计算等流程的系统化，风险计量的科学性和准确性得到提升。

1. 保险风险管理

百年人寿面临的保险风险是指由于死亡率、疾病率、赔付率、退保率等精算假设的实际经验与预期发生偏离而造成损失的风险。百年人寿针对保险风险制定了《保险风险管理办法》、《重大保险风险测试制度》、《再保险规定》等管理制度，并建立核保核赔体系，严格检核保险数据，同时与多家直保和再保险公司建立业务联系，签订相关的再保及巨灾合同。百年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。百年人寿准备金评估、产品定价等精算工作严格执行保监会的相关规定，以保证各项工作的流程、方法合理有效。同时，百年人寿定期检测退保率，不断加强保单继续率管理，以及时了解公司退保情况。

百年人寿制定了产品开发管理办法，对产品

开发的组织架构、职责分工等进行了明确，同时对产品设计以及开发流程从需求确认、可行性研究、开发实施等阶段进行了规定。百年人寿产品采用VaR方法计算在90%的置信水平下公司所承保的保险风险对应的资本成本，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，百年人寿采用再保险方式降低高额承保过于集中的风险，目前，百年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。

百年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。近年来，百年人寿计提的保险责任准备金呈波动上升趋势，但由于保险业务快速发展导致保险业务收入增长较快，其占保险业务收入的比重逐年下降。2017年，百年人寿计提保险责任准备金135.92亿元，相当于当年保险业务收入的48.13%（见附录3：表9）。

2. 投资风险管理体系

百年人寿根据《中华人民共和国保险法》等相关法律法规的要求，制定了投资业务权限管理办法，按照分级管理、规范操作、有限授权的原则组建了由投资决策委员会、分管投资业务的公司副总裁、投资总监、投资主管以及投资经理构成投资决策体系。

(1) 信用风险管理

信用风险是指公司的债务人到期未能支付本金或利息而引起经济损失的风险。百年人寿针对资金运用的信用风险制定了《信用风险跟踪监测和预警制度》、《信用评级操作流程细则》和《信用评级议事规则和决策办法》等制度，组建了专职的信用评级师队伍，并开发了自身的信用评级系统。在债券投资方面，百年人寿在投前对债项进行研究调研，在确认符合风控条件后才能划入可投池，并对可投池债

券进行持续的跟踪评级；买入债券标的只能从可投池中选择，以确保对买入债券风险监控的全覆盖。同时，百年人寿建立了负面新闻归集资讯通道，以及时知悉债券市场上各种负面消息，从而估算出债项最新的信用度及信用风险值。此外，百年人寿不断加强对非传统投资信用评估工作及信用事件的专题研究，以提升自身投资能力和信用风险管理水平。

从产品类型看，百年人寿投资资产以存款、债券、债权计划、信托等固定收益类产品以及股票、基金等权益类产品为主，不动产等另类投资规模不大。自监管部门逐步放开保险资金投资限制以来，百年人寿对信托计划、债权投资计划以及有限合伙等创新产品投资规模增幅明显，投资标的趋于多元化。但2017年以来，随着资管新规的出台以及资本市场风险的逐步暴露，百年人寿不断优化大类资产配置，加大长久期固定收益类资产配置力度，并相应控制信托计划等非标类投资以及股票等投资占比，以在控风险的同时获取相对稳定的收益水平；此外，由于存款利率下行期将资金重点投资于收益水平较高的资产，百年人寿定期存款规模明显压缩。截至2017年末，百年人寿定期存款余额6.40亿元，占投资资产的比重压缩至1.00%，存款银行主要为国有银行和全国性股份制商业银行；债务融资工具投资余额上升至133.63亿元，占投资资产的比重增至20.87%，其中持有的债券均为信用等级较高的企业债、次级债以及国开行发行的政策性金融债；债权投资计划、信托产品以及理财产品投资合计90.98亿元，占投资资产的比重降至14.21%，资金主要投向基础设施建设或者政府土地储备项目，并采取第三方连带责任保证担保和土地、股权、应收账款等抵质押担保方式缓释风险；权益融资工具投资余额383.43亿元，占投资资产的59.90%，占比较高，主要为上市股票和证券投资基金。从交易对手看，百年人寿主要选择具有较高信用等级的交易对手，包括股份制商业银行、信托公司和基金公司，通过实施信用控制政策、对潜在投资进行信用分析及对交易对手设定信用额度等措

施以减低信用风险。整体看，关于标准化的债权资产，由于外部信用级别较高，百年人寿相关投资信用风险相对可控；对于非标准化的债权资产，百年人寿通过第三方连带责任保证担保和土地、股权、应收账款等抵押担保方式，缓释相关信用风险。

(2) 市场风险管理

百年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。百年人寿通过事前、事中和事后的风险控制方式对市场风险进行控制。对于事前风险，百年人寿主要通过制定投资指引、约定大类资产投资比例以及制定风险监测指标来实现事前市场风险管控；对于事中风险，百年人寿投资部门、风险管理部门以及托管行密切配合，按监测指标对市场风险进行监测和管理；对于事后风险，百年人寿定期对投资资产持仓市值、利率及汇率波动指标进行分析、跟踪，并出具风险管理报告及改进意见。此外，百年人寿采用以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。百年人寿面临的利率风险主要来源于固定收益类资产中的债券资产。百年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。根据百年人寿测算，截至2017年末，假设利率上升50个基点，传统账户的债券资产估值下降1.05亿元，分红账户的债券资产估值下降43.16万元，万能账户的债券资产估值下降0.05亿元；总体债券资产估值合计下降1.10亿元，占债券投资余额的比重相对较小，整体看百年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。百年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。百年人寿采用VAR方法对权益类资产可能遭受的市场价格风险进行测算。根据百年人寿测算，2017年末，假设市场价格上升10%，利润总额增加0.25亿元，股东权益增加13.70亿元。总体看，百年人寿面临一定的价格风险。

3. 流动性风险管理

百年人寿面临的流动性风险主要源于保险合同的有关退保及各种赔款。百年人寿主要通过匹配投资资产的期限与对应保险责任的到期日以及保持足够的现金及流动性管理工具来加强对流动性风险的管控，以确保公司能及时偿还债务并为投资活动提供资金。

百年人寿建立了长效现金流预测管理机制，包括短期、中期和长期预测；同时，根据每日保费收入情况合理安排经营活动、投资活动和融资活动等各类现金流，以确保有充足的流动性履行各项支付义务；此外，财务会计部与资产管理公司密切沟通，使投资资产保持足够的流动性，以保证公司的正常经营。

从现金流情况来看，近年来，随着保险业务规模的扩大，百年人寿经营活动产生的现金净流入规模迅速增长；随着保险可运用资金规模的增长，投资活动产生的现金流净流出规模持续上升；由于增资扩股的影响，2015年筹资活动现金流呈现较大规模的净流入，但随后由于分红的影响净流入规模明显减小。总体看，保险业务的增长和增资扩股的连续实施，为投资业务的发展奠定良好资金基础，考虑到投资资产主要配置流动性较好的债券、上市股票和证券投资基金，其面临流动性风险的可能性不大（见附录3：表10）。

七、偿付能力分析

百年人寿提供了2015-2017年和2018年上半年偿付能力报告，大华会计师事务所对2015-2017年偿付能力报告进行了审计，并出具了标准无保留的审计意见；2018年上半年偿付能力报告未经审计。

百年人寿认可负债以保险合同准备金为主。近年来，随着保险业务规模的扩大，百年人寿保险合同准备金逐年上升，导致认可负债规模不断增加。百年人寿认可资产主要是投资资产。近年来，随着可运用保险资金规模的增长，百年人寿认可资产规模快速上升。截至2017年末，百年人寿认可负债余额593.68亿元，认可资产余额685.68亿元；认可资产负债率为86.58%，财务杠杆水平有所上升（见附录3：表11）。

百年人寿主要通过发行次级定期债务和增资扩股的方式补充资本。2011年和2015年，百年人寿分别发行了5亿元和7.5亿元的次级定期债务；2012-2015年，分别定向增发5.5亿股、7亿股、11.70亿股和42.65亿股，吸收投资资金3.15亿元、8.40亿元、11.64亿元和55.44亿元。截至2017年末，百年人寿实际资本合计92.01亿元，其中实收资本77.95亿元，资本公积16.84亿元，其他综合收益-18.03亿元，未分配利润-11.08亿元，次级定期债务7.50亿元；核心偿付能力充足率为118.20%，综合偿付能力充足率为128.80%，处于较充足水平。

2018年以来，由于保险业务和投资业务的快速发展对资本消耗较为明显，百年人寿偿付能力指标快速下降，2018年6月末核心偿付能力充足率和综合偿付能力充足率分别降至91.54%和101.45%，资本面临一定补充压力。为此，百年人寿拟引入国有背景或海外基金背景的股东来优化股权结构，并拟由新股东进行增资将股本增至100亿元以上，同时拟发行资本补充债券来进一步补充资本，提升偿付能力，为后续业务的发展提供保障，也会未来A股上市打下基础。

整体看，百年人寿的资本补充渠道较为通畅，增资扩股的连续实施为其业务快速发展奠定了良好基础，但随着业务快速增长，仍存在一定的资本补充压力。另一方面，百年人寿持有较大规模的可供出售金融资产，考虑到资本市场的波动情况，其公允价值变动损益对实际

资本的影响值得关注。

八、本次债券偿付能力分析

百年人寿拟发行的资本补充债券与次级定期债务同顺位受偿。2016年，百年人寿赎回了2011年发行的次级定期债务。截至本报告出具日，百年人寿已发行且尚在存续期的次级定期债务余额为7.50亿元。假设本次资本补充债券发行规模为43亿元，以2017年末的财务数据为基础，百年人寿净利润、可快速变现资产、股东权益对次级债务及拟发行资本补充债券本金的保障倍数见表4。总体看，百年人寿净利润对债券的保障程度弱，可快速变现资产和股东权益对债券的保障程度强。

表4 百年人寿债务保障情况 单位：亿元/倍

项目	发行前	发行后
次级债及资本补充债券本金	7.50	50.50
净利润/次级债及资本补充债券本金	0.47	0.07
可快速变现资产/次级债及资本补充债券本金	21.53	3.20
股东权益/次级债及资本补充债券本金	8.78	1.30

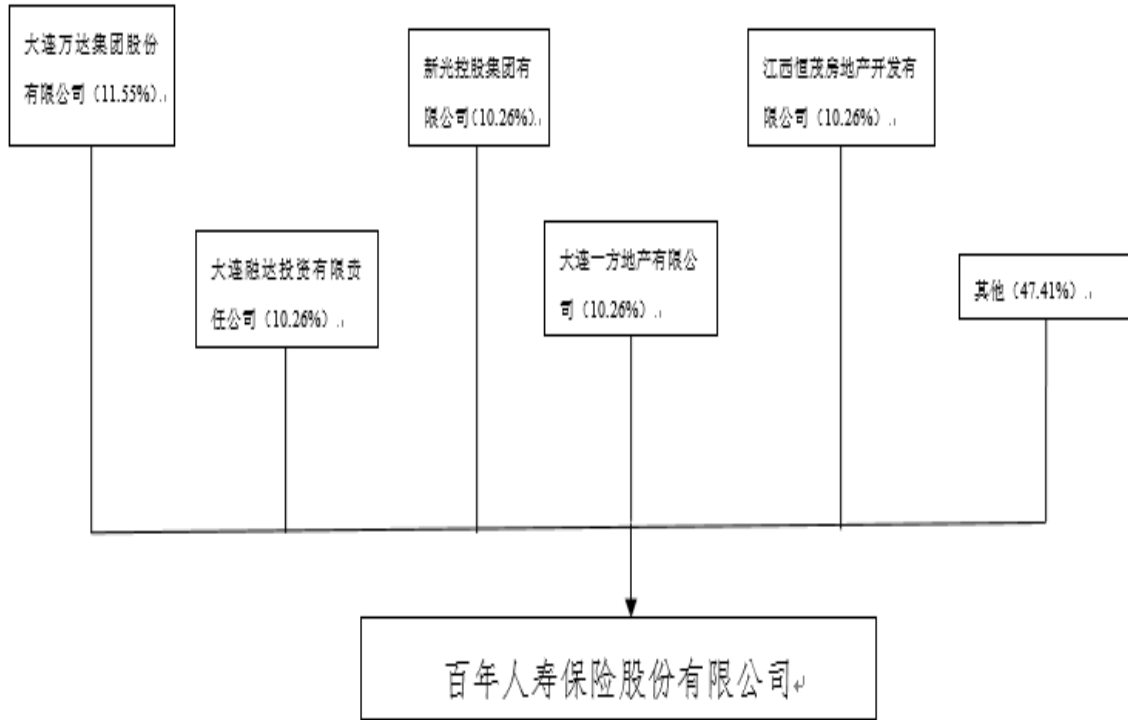
资料来源：百年人寿审计报告，联合资信整理。

九、评级展望

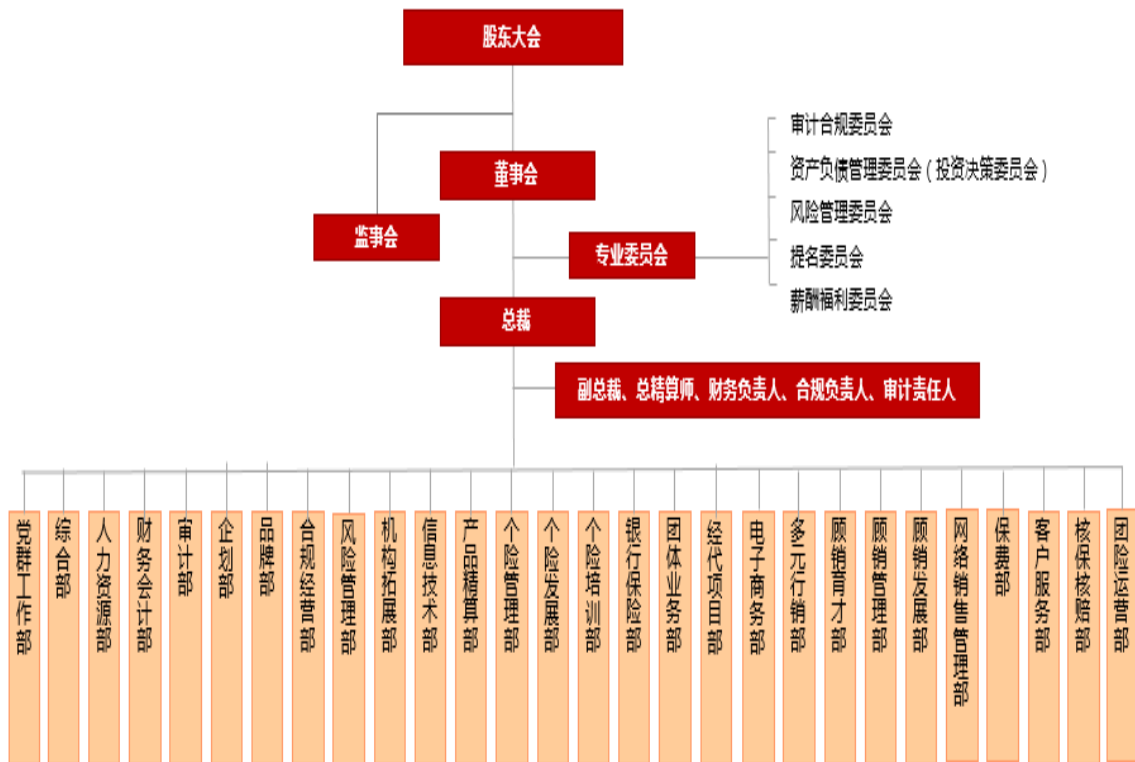
成立以来，为快速扩大保险业务规模，提升品牌知名度，百年人寿以银保渠道为依托，相继与工行、农行、建行、邮储等网点分布广泛的国有商业银行建立合作关系，通过深化银保渠道合作、创新业务模式以及完善银保产品体系等方式，实现银保业务的高速发展，市场份额稳步提升；近年来，考虑到银保渠道趸交业务占比较高，内含价值相对偏低，百年人寿逐步调整银保渠道产品结构，同时加强个险渠道业务的发展，期缴业务呈现较好的发展态势，新业务价值和有效业务价值稳步提升。得益于寿险行业的持续发展、自身区域布局的完善以及银保合作渠道的增长，百年人寿保险业务规模不断扩大，带动已赚保费规模大幅提升；由于加大保险资金运用力度，优化大类资产配置，投资收益快速上升，2015年开

始扭亏为盈进入盈利期。另一方面，百年人寿保险业务对银保渠道依赖度高，保险业务营销渠道结构有待优化；同时，快速发展的保险业务和投资业务对其资本消耗较为明显，偿付能力指标快速下降，资本面临一定补充压力。目前，百年人寿拟引入具有国有背景或海外基金背景的股东来优化股权结构，并拟由新股东进行增资将股本增至 100 亿股以上，同时拟发行资本补充债券以补充资本，提升偿付能力，为后续业务的发展提供保障，同时也为未来 A 股上市打下基础。此外，需关注到保险费率改革和市场竞争的加剧将会对寿险行业的盈利水平和风险管理产生一定压力。综上，联合资信认为，在未来一段时期内，百年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：%

项 目	2017 年	2016 年	2015 年
市场占有率	1.08	0.84	1.00
市场排名/市场家数	19/85	21/77	19/75

数据来源：保监会网站。

表 2 百年人寿保险业务收入结构 单位：亿元

项目	2017 年		2016 年		2015 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
传统寿险	253.81	89.88	158.98	86.90	104.87	65.88
健康险	12.98	4.60	7.59	4.15	5.45	3.42
意外险	1.14	0.40	1.16	0.63	1.35	0.85
分红寿险	14.47	5.12	15.21	8.32	47.52	29.85
合计	282.39	100.00	182.94	100.00	159.19	100.00

数据来源：百年人寿审计报告，联合资信整理。

表 3 百年人寿保险业务营销渠道结构 单位：亿元/%

项目	2017 年		2016 年		2015 年	
	余额	占比	余额	占比	余额	占比
个险渠道	83.54	22.81	44.74	17.69	11.12	6.99
银保渠道	274.17	74.84	188.80	74.65	143.28	90.01
团险渠道	2.72	0.74	3.00	1.19	3.08	1.93
其他渠道	5.89	1.61	16.37	6.47	1.71	1.07
合计	366.32	100.00	252.91	100.00	159.19	100.00

资料来源：百年人寿审计报告，联合资信整理。

表 4 百年人寿保险业务收入期限结构 单位：亿元

项 目	2017 年	2016 年	2015 年
趸交业务	162.32	132.89	137.95
期缴业务	120.07	50.05	21.24
其中：期缴业务首年	74.34	32.85	7.84
期缴业务续期	45.73	17.20	13.40
合 计	282.39	182.94	159.19

资料来源：百年人寿审计报告，联合资信整理。

表 5 百年人寿内含价值情况 单位：亿元

项目	2017 年末	2016 年末	2015 年末
有效业务价值	47.24	29.76	19.71
调整后净资产	60.23	66.77	76.95
公司内含价值	107.47	96.53	96.66
新业务价值	9.36	6.01	3.03

数据来源：百年人寿内含价值报告，联合资信整理。

表6 百年人寿赔付情况 单位：亿元/%

项目	2017年	2016年	2015年
退保金	104.51	66.31	50.26
净赔付支出	27.68	14.50	6.80
赔付率	9.82	7.93	4.29

资料来源：百年人寿审计报告，联合资信整理。

表7 百年人寿投资资产 单位：亿元/%

项目	2017年末	2016年末	2015年末
交易性金融资产	6.41	10.17	0.34
买入返售金融资产	28.52	18.43	3.05
应收款项类金融资产	90.98	87.37	23.60
保户质押贷款	3.58	3.14	2.46
定期存款	6.40	25.30	37.78
可供出售金融资产	459.98	278.22	220.80
持有至到期投资	5.43	5.56	5.66
长期股权投资	30.36	29.62	0.13
投资性房地产	8.50	7.41	7.33
合计	640.15	465.22	301.14
投资资产收益率	6.91	7.50	11.01

资料来源：百年人寿审计报告，联合资信整理。

表8 百年人寿收益情况 亿元/%

项目	2017年	2016年	2015年
营业收入	320.07	211.88	184.95
已赚保费	281.40	182.74	158.66
投资收益	37.75	28.79	25.60
营业支出	316.57	209.94	184.60
退保金	104.51	66.31	50.26
赔付支出	27.83	14.61	7.16
提取保险责任准备金	135.47	94.89	101.43
手续费及佣金支出	21.22	12.65	7.96
业务及管理费	20.01	16.99	14.00
净利润	3.51	2.04	0.32
综合费用率	14.68	16.30	14.46
手续费及佣金率	7.51	6.92	5.00
总资产收益率	0.59	0.47	0.12
净资产收益率	4.97	2.52	0.58

资料来源：百年人寿审计报告，联合资信整理。

表9 保险责任准备金计提情况 单位：亿元/%

项目	2017年	2016年	2015年
年末保险合同准备金余额	466.26	330.24	235.32
当年提取保险责任准备金	135.92	94.90	101.47
提取的保险责任准备金/保险业务收入	48.13	51.88	63.74

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；

3.资料来源：百年人寿审计报告，联合资信整理。

表 10 现金流情况 单位：亿元

项目	2017年	2016年	2015年
经营活动产生的现金流量净额	144.83	128.80	82.21
投资活动产生的现金流量净额	-142.72	-136.71	-104.86
筹资活动产生的现金流量净额	9.52	0.32	51.67
现金及现金等价物净增加额	11.58	-7.59	29.02
期末现金及现金等价物余额	39.47	27.88	35.19

资料来源：百年人寿审计报告，联合资信整理。

表 11 百年人寿偿付能力情况 单位：亿元/%

项目	2017年末	2016年末	2015年末
认可资产	685.68	504.89	340.65
认可负债	593.68	412.16	269.44
实际资本	92.01	92.72	71.21
最低资本	71.43	54.38	11.49
认可资产负债率	86.58	81.63	79.10
资产认可率	99.99	100.00	94.59
核心偿付能力充足率	118.20	155.00	-
综合偿付能力充足率	128.80	171.00	-
偿付能力充足率	-	-	619.60

资料来源：百年人寿偿付能力报告，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
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
n 年年均复合增长率	$(\sqrt[n]{\text{期末余额} / \text{期初余额}} - 1) \times 100\%$
手续费及佣金率	手续费及佣金支出/保险业务收入 $\times 100\%$
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 $\times 100\%$
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 $\times 100\%$
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 $\times 100\%$
资产认可率	资产净认可价值/资产账面价值 $\times 100\%$
偿付能力充足率	实际资本/最低资本 $\times 100\%$
再保前简单赔付率	赔付支出/保险业务收入 $\times 100\%$
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) $\times 100\%$
总资产收益率	净利润/[(期初资产总额+期末资产总额)/2] $\times 100\%$
净资产收益率	净利润/[(期初净资产总额+期末净资产总额)/2] $\times 100\%$
股东权益/资产总额	股东权益/资产总额 $\times 100\%$

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

联合资信评估有限公司关于 百年人寿保险股份有限公司 2018 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，联合资信将在本次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。

百年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。联合资信将在本次债项评级有效期内每年至少完成一次跟踪评级，在公司年报披露后 3 个月内发布跟踪评级结果和报告。同时，每季度出具一次跟踪评级信息公告。

百年人寿保险股份有限公司或本次债项如发生重大变化，或发生可能对百年人寿保险股份有限公司或本次债项信用等级产生较大影响的重大事项，百年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百年人寿保险股份有限公司的经营管理状况、外部经营环境及本次债项相关信息，如发现百年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百年人寿保险股份有限公司或本次债项信用等级产生较大影响的事项时，联合资信将就该项进行必要调查，及时对该项进行分析，据实确认或调整信用评级结果。

如百年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百年人寿保险股份有限公司或本次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百年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。