

信用等级公告

联合〔2020〕2922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及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定下调百年人寿保险股份有限公司主体长期信用等级为 AA⁻，下调百年人寿保险股份有限公司 2019 年资本补充债券（20 亿元）信用等级为 A⁺，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估有限公司
二〇二〇年七月三十日



百年人寿保险股份有限公司

2020年跟踪评级报告

本次跟踪评级结果

主体长期信用等级: AA⁻
资本补充债券信用等级: A⁺
评级展望: 稳定
评级时间: 2020年7月30日

上次评级结果

主体长期信用等级: AA
资本补充债券信用等级: AA⁻
评级展望: 稳定
评级时间: 2019年7月23日

主要数据

项目	2017年末	2018年末	2019年末
资产总额(亿元)	687.34	952.90	1272.39
负债总额(亿元)	621.47	912.91	1217.63
保险合同准备金(亿元)	466.26	668.34	904.96
股东权益(亿元)	65.87	39.99	54.76
实际资本(亿元)	92.01	87.81	168.75
核心偿付能力充足率(%)	118.20	87.57	107.73
综合偿付能力充足率(%)	128.80	100.15	126.62

项目	2017年	2018年	2019年
营业收入(亿元)	320.07	411.37	504.57
已赚保费(亿元)	281.40	364.18	452.30
净利润(亿元)	3.51	6.97	2.23
投资收益(亿元)	37.75	45.79	49.60
投资资产收益率(%)	6.16	5.91	4.97
综合费用率(%)	14.68	16.77	16.74
手续费及佣金率(%)	7.51	9.80	12.10
总资产收益率(%)	0.59	0.85	0.20
净资产收益率(%)	4.97	13.17	4.77

数据来源: 百年人寿审计报告及提供资料, 联合资信整理

分析师

罗书瀚 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

联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)对百年人寿保险股份有限公司(以下简称“百年人寿”或“公司”)的评级反映了其2019年保费收入市场占有率进一步提升、保险业务产品结构不断优化、期缴业务收入较好增长、偿付能力充足率得到回升等有利因素。同时,联合资信也关注到,百年人寿股权稳定性不强、监管风险综合评级被下调、资产减值损失上升、权益类投资账户浮亏规模仍然较大等因素对其经营发展及信用水平可能带来的不利影响。

未来,百年人寿将持续推动业务价值转型,逐步加大长期保障类产品业务规模,推动业务健康持续发展。另一方面,百年人寿未来股权变更具有较大不确定性,需关注其未来股权的变化情况以及对治理架构、战略规划、团队稳定性等方面可能造成的不利影响。

综上,联合资信评估有限公司确定下调百年人寿保险股份有限公司主体长期信用等级为AA⁻,下调2019年资本补充债券(20亿元)信用等级为A⁺,评级展望为稳定。该评级结论反映了百年人寿保险股份有限公司已发行资本补充债券的违约风险较低。

优势

1. **市场占有率进一步提升。**公司保险业务收入持续增长,市场占有率稳步上升,市场竞争力有所增强。
2. **保险业务结构进一步优化。**公司大力拓展中长期保障类产品,期缴业务规模实现较大幅度增长,这有利于公司内含价值的提升。

关注

1. **股权稳定性不强。**2019年,百年人寿面临多次股权变更但均未实现,未来股权变更具有较大不确定性。需关注对百年人寿治理架

构、战略规划、团队稳定性等方面可能造成的不利影响。

2. **投资资产减值损失增加，对盈利产生不利影响，盈利能力明显下滑。**2019年，百年人寿投资资产减值准备计提规模显著上升，导致盈利水平下降，在资本市场违约风险增加的环境下，需关注其投资资产的质量情况。
3. **偿付能力及风险管理水平需提升。**2019年，公司风险综合评级由B变化为C，表明其偿付能力及风险管理水平亟需进一步改善。
4. **权益投资的浮亏规模仍然较大。**公司权益类投资规模较大，目前仍呈较大规模的浮亏，对净资本及偿付能力产生负面影响。

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，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。

百年人寿保险股份有限公司

2020年跟踪评级报告

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，后经多次增资扩股。2019年，百年人寿股本规模及股权结构未发生变化。截至2019年末，百年人寿注册资本为77.95亿元，无实际控制人，前五大股东持股情况见表1。

表1 2019年末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

数据来源：百年人寿审计报告，联合资信整理

截至2019年末，百年人寿共设有分支机构396家，其中省级分公司20家、中心支公司135家、支公司241家；拥有网金控股（大连）有限公司、大连壹佰金资产管理有限公司和大连网金信息咨询有限公司3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%）、大连爱立方健康管理有限责任公司（持股比例78.00%）和大连网金基金销售有限公司（持股比例77.78%）3家子公司；在职员工4386人。

截至2019年末，百年人寿资产总额1272.39亿元，其中投资资产余额1129.23亿元；负债总额1217.63亿元，其中保险合同准备金合计904.96亿元；股东权益54.76亿元；实收资本

77.95亿元，核心偿付能力充足率为107.73%，综合偿付能力充足率为126.62%。2019年，百年人寿实现营业收入504.57亿元，其中已赚保费452.30亿元，投资收益49.60亿元；净利润2.23亿元。

百年人寿注册地址：大连市沙河口区体坛路22号诺德大厦21、22、23层。

百年人寿法定代表人：何勇生。

二、已发行债券概况

截至本报告出具日，百年人寿存续期内且经联合资信评估有限公司评级的债券为2019年3月26日公开发行的20.00亿元资本补充债券，债券概况见表2。2020年，百年人寿依据债券相关条款的规定，在付息日之前及时公布了相关债券的付息公告，并按时足额支付债券当期利息。

表2 资本补充债券概况

名称	19百年人寿
发行方式	公开发行
规模	20亿元
期限	(5+5)年
债券利率	6.25%
付息频率	年付

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

(1) 宏观经济环境

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

缺口扩大，就业形势基本稳定。

经济增速继续下行。2019年以来中国经济增速继续下行，全年GDP同比增长6.1%（见表3），为2008年国际金融危机以来之最低增速；其中一季度累计同比增长6.4%，前二季度

累计同比增长6.3%，前三季度累计同比增长均为6.2%，逐季下滑态势明显。2020年一季度，受到史无前例的新冠肺炎疫情的严重冲击，GDP同比增长-6.8%，是中国有GDP统计数据以来首次出现大幅负增长。

表3 2016—2020年一季度中国主要经济数据

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

注：1. 增速及增幅均为同比增长情况

2. 出口增速、进口增速统计均以人民币计价

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

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

数据来源：联合资信根据国家统计局和 wind 数据整理

2019年消费和固定资产投资增长持续处于回落状态，对外贸易总额同比减少，2020年一季度三大需求全面大幅收缩。2019年，社会消费品零售总额同比增长8.0%，较上年下滑1.0%，其中网上零售额10.6万亿元，同比增长16.5%。全国固定资产投资（不含农户）同比增长5.4%，比上年低0.5个百分点。从主要投资领域看，制造业投资增速为3.1%，比上年低6.4个百分点；基础设施投资增速为3.8%，与上年持平；房地产投资增速为9.9%，比上年高0.4个百分点。民间投资增速为4.7%，比上年低4.0个百分点；国有投资增速为6.8%，比上年高4.9个百分点。2019年，货物进出口总额31.54万亿元，同比增长3.4%，增速比上年回落6.3个百分点。其中，出口增长5.0%，进口增长1.6%。进出口顺差2.92万亿元，同比扩大25.4%。对欧盟、东盟、美国、日本进出口分别增长8.0%、

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

2019年工业生产较为低落，服务业较快发展，2020年一季度工业和服务业同步大幅下降。2019年，国民经济第一产业、第二产业和第三产业增加值分别增长3.1%、5.7%和6.9%，占GDP比重分别为7.1%、39.0%和53.9%。全国规模以上工业增加值同比实际增长5.7%，增速较上年同期回落0.5个百分点；2019年工业企业营业收入和利润总额分别同比增长3.8%和-3.3%，工业企业经济效益较差。2019年全国规模以上服务业企业营业收入和营业利润分别同比增长9.4%和5.4%，服务业增长势头较好。

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

居民消费价格涨幅上升，生产价格同比下降。2019 年，居民消费价格指数（CPI）同比上涨 2.9%，涨幅比上年扩大 0.8 个百分点，其中食品价格全年上涨 9.2%，涨幅比上年提高 7.4 个百分点；非食品价格上涨 1.4%，涨幅比上年回落 0.8 个百分点。不包括食品和能源的核心 CPI 温和上涨 1.6%，涨幅比上年回落 0.3 个百分点。2019 年，工业生产者出厂价格指数（PPI）同比下降 0.3%，比上年回落 3.8 个百分点。工业生产者购进价格指数（PIRM）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%，居民消费价格较年初有所回落，生产者价格重归通缩区间。

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4），我国人身险行业市场集中度仍处于较高水平。从人身险公司集中度来看，前8家人身险公司市场排名基本保持稳定；2019年，前海人寿和中邮人寿得益于较好的营销策略和相应的产品开发，原保险保费收入排名升至行业前10。此外，外资人身保险公司原保险保费收入合计市场份额为9.31%，市场占有率较上年度上升1.21个百分点，但仍处于在较低水平。

表4 人身险公司市场集中度（原保险保费收入）

单位：%

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

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

人身险公司业务结构方面，我国人身保险产品按照保障范围可划分为寿险、健康保险和意外保险。近年来，我国寿险产品原保险保费收入占比维持在较高水平，但占比整体呈下降的趋势，健康保险保费收入占比整体呈上升态势，2019年，我国寿险业务原保险保费收入占人身险业务的76.80%，健康险业务占21.01%。随着监管大力推动“保险姓保”，投资型保险产品的发展受到较大影响，中短期万能险产品不断叫停，近年来万能险业务规模整体大幅下降；但2019年以来，部分处于业务转型期的中小保险公司，为维持总体业务规模的增长，相继推出中长期万能险或短期投资连结险产品，

但整体业务规模不大且在监管要求范围内。

从竞争策略来看，不同类型保险公司的市场策略产生了一定的分化。具体来看，成立时间长、市场份额领先的大型保险公司整体上保障类及期缴类产品占比较高。另一方面，部分民营保险公司在资产驱动负债的策略下，规模导向的中短存续期产品和理财型产品发行量上升较快，但受监管趋严影响，此类产品规模快速上升的趋势受到了遏制。而外资（合资）保险公司通常受股东在业务价值、股东回报、风险控制和决策流程等方面要求较高等因素影响，产品和投资策略均趋于稳健，竞争能力有限，市场份额较低。

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

（2）盈利水平

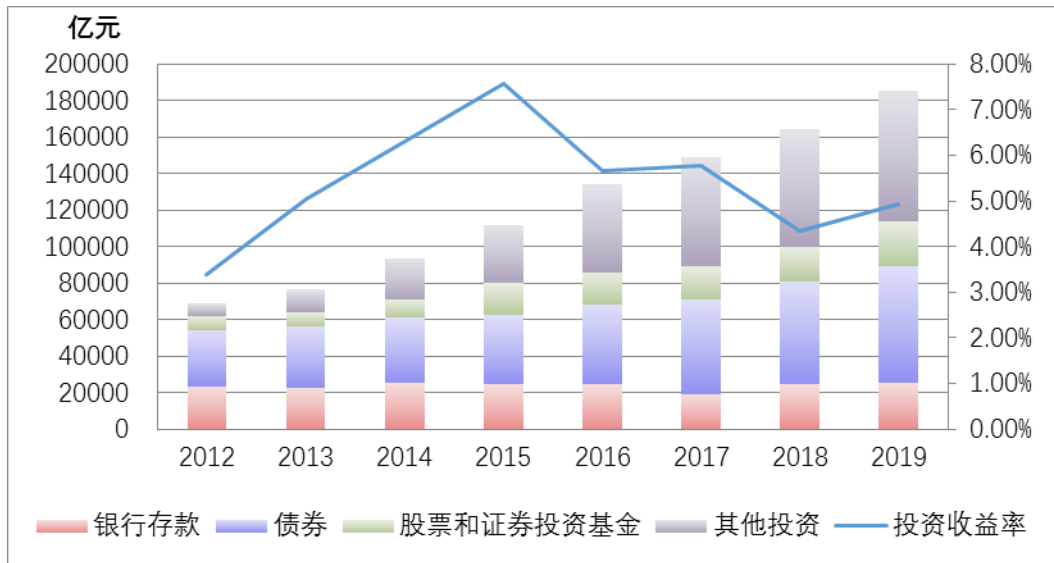
保险公司盈利来自两方面，一是保费收入与赔付及费用支出的差额，即承保利润；二是保险资金运用收益，即投资收益。承保利润方面，2019年，寿险赔付金额和赔付率略有下降，健康险赔付金额和赔付率有所增长，意外险赔付金额和赔付率相对稳定。2020年以来，新冠肺炎疫情或对人身险公司赔付方面有一定影响，但一方面疫情涉及到的个体数量有限，另一方面各地政府前期已经承担了部分的医疗费用，尤其是武汉市政府承诺兜底除医保报销之外的相关费用，故此次新冠肺炎疫情对人身险公司承保利润的影响有限。

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

投资收益方面，2019年，保险资金运用投资收益呈现了前高后低的走势，但整体收益较上年度明显提升。2019年初，股票市场整体表现向好，全年上证指数累计上涨22.30%，多家险企抓住上半年快速上涨的行情，增加股票配置；同时险企对于优质公司的股权投资配置不

断加大，并适当减少收益率较低的银行存款类和投资性房地产类资产的配置；此外，受近年来资本市场相继出现债券违约现象，险企在债券投资和准入方面更为审慎。截至2019年末，国内保险资金运用余额18.53万亿元，较上年末增长12.91%。从投资资产结构来看，保险资金运用配置在保障安全性的前提下，根据市场环境有所调整，截至2019年末，银行存款与债券投资合计占总资金运用金额的比例为48.18%，较2018年末下降1.03个百分点；股票和证券投资基金占比13.15%，上升1.44个百分点；其他投资占比38.67%，下降0.41个百分点。在其他投资中，长期股权投资是近年来保险资金运用的重要方向，投资规模逐年上升，截至2019年末保险资金运用于长期股权投资的规模为19739亿元；投资性房地产的规模为1894亿元，规模呈下降趋势；其他非标类投资呈下降趋势。总体看，2019年，银行存款及债券投资规模较大，收益相对稳定，仍是保险资金运用最重要资产配置选项；股票和证券投资基金在平稳增长一段时间后受市场行情向好影响规模有所增长；非标类投资总额和占比持续下降（见图1）。2020年以来，受新冠肺炎疫情疫情影响，多国金融市场呈现大幅下跌，从1、2月份我国主要经济运行数据来看，新冠疫情对当前经济运行造成了比较大的冲击，但是政府多项政策和措施的出台从另一方面稳定了当前经济形势。险企资金运用方面，一方面股票市场动荡对险企投资收益产生较大影响；另一方面，在疫情的影响下，信托公司产品发行规模明显收缩，随着部分险资投资的非标资产相继到期，再投压力明显加大；同时，在利率下行的背景下，固定收益类资产收益不断下降，加之资本市场波动，预计未来保险公司资金配置压力将加大。但上述影响目前看来或为短期现象，随着疫情的控制、企业加快复工复产及政府加强经济发展政策的相继出台，2020年度长期情况有待观察。

图 1 保险公司投资资产结构图



数据来源：保监会网站，联合资信整理

（3）偿付能力

2016 年“偿二代”正式实施，行业整体偿付能力充足水平稳定，但呈下降趋势。2017 年 9 月，原中国保监会发布实施偿二代二期工程建设方案，根据建设方案 2018 年 5 月，银保监会制定了《偿二代二期工程建设路线图和时间表》，共有 36 个建设项目，拟于 2020 年 6 月底前全部完成。根据 73 家已发布 2019 年第四季度偿付能力报告的人身险公司披露数据显示，与 2019 年第三季度相比，整体综合偿付能力充足率及核心偿付能力充足率数据均有所下滑，且仍有部分人身险公司偿付能力正在逼近监管红线(核心偿付能力充足率低于 50%，综合偿付能力充足率低于 100%)。从统计结果看，华汇人寿的综合偿付能力充足率和核心偿付能力充足率均高达 1287.94%，排名第一；国富人寿、北京人寿、国宝人寿、三峡人寿分列第二至第五位，上述两项指标数值均相同，分别为 742.66%、695%、551.22%、501.36%、444.13%；友邦中国、海保人寿、爱心人寿、渤海人寿、中美联泰大都会人寿两项指标在 300%~500%之间；有 13 家公司两项指标均低于 150%，包括中法人寿、前海人寿、珠江人寿、富德生命人寿、百年人寿、弘康人寿、华夏人寿、上海人寿、中融人寿、恒大人寿、天安人寿、建信人寿、君康人寿。同时，

有 3 家公司核心偿付能力充足率低于 100%，其中，中法人寿核心和综合偿付能力充足率均为负，是唯一不达标的人身险公司；前海人寿和珠江人寿核心偿付能力充足率分表为 72.23%和 75.73%，与 50%的监管红线相距不远。总体看，受业务结构调整及投资风险影响，人身险行业整体偿付能力充足水平有所下降，但行业抗风险能力仍处于较好水平；另一方面，业务的发展及资本市场的变化将会增加人身险行业的风险管控的难度，从而使得偿付能力的提升承压。

近年来，业务规模的快速发展、资本市场的波动以及监管力度的加大对保险公司偿付能力带来不利影响，资本补充需求较大。保险公司资本补充力度逐年加大，主要通过股东增资、发行资本补充债券等方式补充资本。2019 年，在监管机构从严从重加强保险资金运用监管背景下，偿付能力承压，险资申请资本补充债发行数量较上年同期有所增长，全年人身险行业审批通过发行 416.5 亿元（不含保险集团及再保险公司）。与此同时，部分保险公司寻求通过增加注册资本的方式补充资本，2019 年人身险公司累计补充注册资本金 83.46 亿元；银保监会批复成立大家保险承接安邦保险全部业务，大家保险注册资本 40.00 亿元；首家外商独资保险控股公司安联(中国)保险控股有限公司于 2019 年 11 月经银保监会批复成立，注册资本 27.18 亿元。总体看，虽

然人身险行业整体偿付能力保持充足水平，但部分人身险公司补充资本的需求仍然存在，且银保监会也不断健全多样的资本补充工具，资本补充渠道将进一步丰富；同时，2019年银保监会开放外资保险公司持股比例上限，首家外商独资保险控股公司的成立也标志着中国保险行业对外开放进程加快。

3. 行业监管与政策支持

在保险行业快速发展的同时，为保证中国保险行业长期健康发展，控制保险行业整体风险，2018年银保监会合并组建以来，监管机构不断加强对金融业的协同监管体系建设，在经历2017和2018年两个“严监管”年之后，2019年银保监会对保险公司开出的监管函、罚单数量、罚款金额都在同步缩减，也从侧面反映了银保监会对保险行业严监管的成效。

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

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

在保险业对外开放政策方面，2019年10月，国务院发布了关于修改《中华人民共和国外资保险公司管理条例》的决定；并于11月，发布《中华人民共和国外资保险公司管理条例实施细则》正式修订；12月，银保监会再次下发突破性对外开放文件，“将人身险外资股比限制从51%提高至100%的过渡期提前至2020年”“自2020年1月1日起，正式取消经营人身保险业务的合资保险公司（以下简称合资寿险公司）的外资比例限制，合资寿险公司的

外资比例可达100%”，监管不断放宽外资持股比例限制，一方面表明我国保险业坚决的开放态度，另一方面意味着外资在中国保险市场中的话语权将会提高，越来越多的外资险企将落地中国保险市场。

在保险产品的监管方面，2019年，银保监会相继发布了《关于规范两全保险产品有关问题的通知》《关于近期人身保险产品问题的通报》《关于修改〈人身保险新型产品信息披露管理办法〉的决定（征求意见稿）》《关于财产保险公司备案产品条款费率非现场检查问题情况的通报》等相关文件。其中，人身险产品方面的2019年三次通报累计通报险企数量达80余家； these 问题是基于2018年银保监会开展的人身保险产品专项核查的后续处理；银保监会还针对特别产品进行相关规范，如《关于规范两全保险产品有关问题的通知》。总体看，无论是点名人身险产品问题公司，还是进行财险产品费率厘定，亦或者细致到两全产品的规范等，均体现了监管在保险产品方面的监管不断细致、深化。

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

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

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

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

四、公司治理与内部控制

2019年，百年人寿股权虽未发生实质变化，但潜在波动较大，且被质押的比例高，未来股权变更具有较大不确定性，需关注其未来股权的变化情况以及对治理架构、战略规划、团队稳定性等方面可能造成的不利影响。

2019年，百年人寿多家股东存在拟转让持有的百年人寿股权的情况，但均未能完成转让。2019年1月，百年人寿发布公告，第一大股东大连万达集团股份有限公司（以下简称“万达集团”）拟将其持有的9.00亿股股份转让给绿城房地产集团有限公司；但同年8月，绿城中国控股有限公司在港交所发布公告称，因监管部门未在规定时间内就收购事项发出批准，遂终止收购百年人寿股份的交易。2019年1月，百年人寿发布公告，股东科瑞集团有限公司拟将其持有的7.00亿股转让给国测地理信息科技产业园集团有限公司，但该笔股权转让的进度目前仍不明朗。2019年8月，百年人寿再度发布公告，股东大连城市建设集团有限公司、大连乾豪坤置业有限公司及大连国泰房地产开发有限公司拟将持有的总计10.80亿股股权转让给中国奥园集团股份有限公司（以下简称“中国奥园”）；但2020年1月，中国奥园公告，由于收购事项的先决条件未能按约定时间达成，因此协议终止。综上，2019年百年人寿股权结构较上年相比未发生变化。截至2019年末，百年人寿股本总额77.95亿元，其中国有股占比11.55%、社团法人股占比88.45%，股权结构分散，无实际控制人；第一大股东仍为万达集团，持有百年人寿11.55%的股份。根据国家企业信用信息公示系统，截至2020年6月末，百年人寿共计53.70亿股被质押，占全部股权的68.89%（见表5）。其中，大连万达集团股份有限公司、新光控股集团有限公司、大连城市建设集团有限公司、科瑞集团有限公司等主要股东已将全部股权进行了质押。

表5 截至2020年6月末公司股权被质押情况

单位：万股、%

股东名称	持股总数	持股比例	对外质押股份数量	对外质押股份数量/持股总数	对外质押股份数量/公司股本总数
大连万达集团股份有限公司	90000	11.55	90000	100.00	11.55
新光控股集团有限公司	80000	10.26	80000	100.00	10.26
江西恒茂房地产开发有限公司	80000	10.26	77000	96.25	9.88
大连城市建设集团有限公司	80000	10.26	80000	100.00	10.26

科瑞集团有限公司	80000	10.26	80000	100.00	10.26
中国华建投资控股有限公司	80000	10.26	80000	100.00	10.26
大连汇盛投资有限公司	20000	2.57	20000	100.00	2.57
大连乾蒙坤实置业有限公司	20000	2.57	20000	100.00	2.57
大商集团有限公司	10000	1.28	10000	100.00	1.28
合计	540000	69.28	537000	--	68.89

数据来源：国家企业信用信息公示系统查询，联合资信整理

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。2019年，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。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。根据公司章程，百年人寿董事长由大连市人民政府提名，现任董事长为何勇生先生。何勇生先生，法学博士，高级经济师，历任中国人保江西分公司副总经理、中国保监会合肥特派员办事处（后更名为安徽保监局）主任（局长）、党委书记；中国保监会大连监管局局长、党委书记；中国保监会辽宁省监管局巡视员兼大连监管局局长、党委书记。监事会是百年人寿的监督机构。百年人寿监事会由8名监事构成，其中职工监事3名。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；总裁由董事会提名，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。

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》，加强偿付能力管理；在风险管理方面，百年人寿建立了以风险管理部为核心，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。

从关联交易情况来看，2019年百年人寿各类关联交易累计金额8.56亿元，主要包括投资金融产品金额5.30亿元、委托管理保险资金管理费金额1.55亿元、保险代理业务交易金融1.22亿元等，关联交易风险可控。

五、业务经营分析

1. 保险业务

2019年，百年人寿原保险保费收入进一步增长，市场占有率较上年小幅提升；从产品种类来看，传统寿险和健康险的拓展力度显著增加，分红寿险的保费收入有所下降，业务结构有所优化；从业务渠道来看，银保渠道仍为最主要的保

费收入来源，个险渠道收入有所减少；从期限结构来看，期缴保费收入快速增长，但新单缴费中趸交比重仍然较高；退保率较上年有所下降，继续率变化不大，保单品质稳定但仍有进一步提升空间。

2019年，百年人寿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，推动保险业务的进一步增长，全年实现原保险保费收入456.41亿元，市场占有率提升至1.54%，在87家寿险公司中排名第15位（见表6）；实现规模保费527.33亿元，市场份额1.38%，市场排名第19位。

表6 原保险保费市场占有率

单位：亿元、%

项目	2017年末	2018年末	2019年末
市场占有率	1.08	1.47	1.54
市场排名/市场家数	19/85	13/91	15/87

数据来源：中国银保监会官网数据、WIND，联合资信整理

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，其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。2019年，百年人寿推进保险业务转型，加大对传统寿险和健康险业务的支持力度，减少分红险业务规模，

改善保险业务产品结构。2019年，百年人寿传统寿险和健康险业务收入分别为244.99亿元和54.33亿元，均较上年快速增长，分别占保险业务收入总额的53.68%和11.90%；分红险业务收入为155.80亿元，较上年有所下降，占保险业务收入总额的比重下降至34.11%（见表7）。

表7 保险业务收入结构

单位：亿元

项目	2017年		2018年		2019年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
传统寿险	253.81	89.88	181.57	47.08	244.99	53.68
健康险	12.98	4.60	28.92	7.50	54.33	11.90
意外险	1.14	0.40	1.20	0.31	1.29	0.28
分红寿险	14.47	5.12	173.97	45.11	155.80	34.14
合计	282.39	100.00	385.65	100.00	456.41	100.00

数据来源：百年人寿审计报告，联合资信整理

从营销渠道的结构来看，银保渠道为百年人寿最主要的保险业务渠道，其成立了银保业务发展部和银保销售支持部，专门负责银保业务的开展。百年人寿已与工行、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。2019年，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，实现银保业务的进一步发展；同时其分红寿险业务也主要依托银保渠道拓展，银保渠道对保险业务收入的贡献度保持在较高水平。2019年，百年

人寿银保渠道实现保险业务收入350.17亿元，较上年增长5.22%，占原保险保费收入的76.72%（见表8）。百年人寿个险渠道业务主要依托分支机构开展，按照省级、地市的区域划分标准对分支机构实行分类管理。2019年，受监管对理财型保险的限制，百年人寿个险渠道保险业务继续向保障型产品转型，收入增长仍表现乏力，全年实现收入85.68亿元，占原保险保费收入的18.77%。百年人寿保险业务其他渠道主要包括网络销售、电话销售和顾问行销，2019年其他渠道保费收入较上年相比基本持平。

表 8 保险业务营销渠道结构

单位：亿元、%

项目	2017年		2018年		2019年	
	余额	占比	余额	占比	余额	占比
个险渠道	83.54	22.81	83.59	19.13	85.68	18.77
银保渠道	274.17	74.84	332.79	76.14	350.17	76.72
团险渠道	2.72	0.74	3.20	0.73	3.52	0.77
其他渠道	5.89	1.61	17.50	4.00	17.05	3.74
合计	366.32	100.00	437.09	100.00	456.41	100.00

数据来源：百年人寿审计报告及提供资料，联合资信整理

从保险产品期限结构看，2019年百年人寿对趸交业务规模进行控制，对产品期限进行拉长，加大银保渠道期缴业务的拓展力度，期缴业务呈现良好的发展态势，但新单缴费依然以趸交为主。2019年，百年人寿趸交业务实现保险业务收入145.54亿元，较上年有所下降；期缴业务实现保险业务收入310.87亿元，较上年增长41.36%，期缴业务收入的增长主要依靠续期收入推动（见表9）。

表 9 保险业务收入期限结构 单位：亿元

项目	2017年	2018年	2019年
趸交业务	162.32	165.73	145.54
期缴业务	120.07	219.92	310.87
其中：期缴业务首年	74.34	107.34	118.54
期缴业务续期	45.73	112.58	192.33
合计	282.39	385.65	456.41

数据来源：百年人寿审计报告，联合资信整理

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2019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，随着传统寿险期缴业务的较好发展，百年人寿新业务价值较上年有所上升；但由于投资的股票仍呈现较大规模的浮亏，年末内含价值仍未恢复至2017年末水平；此外，费用和佣金的超支、退保率实际经验偏差等因素也对内含价值造成一定不利影响。截至2019年末，百年人寿内含价值为99.83亿元，新业务价值为9.70亿元（见表10）。

表 10 内含价值情况 单位：亿元

项目	2017年末	2018年末	2019年末
有效业务价值	47.24	34.45	37.10

调整后净资产	60.23	62.81	62.73
公司内含价值	107.47	97.26	99.83
新业务价值	9.36	7.25	9.70

数据来源：百年人寿内含价值报告，联合资信整理

2019年以来，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均有所增长，但赔付率和退保率均有所下降；继续率基本保持稳定。2019年，百年人寿净赔付支出28.57亿元，赔付率为6.31%（见表11）；综合退保率由2018年的17.84%下降至14.01%；13个月保费继续率为95.63%，25个月保费继续率为97.66%。

表 11 百年人寿赔付情况 单位：亿元、%

项目	2017年	2018年	2019年
退保金	104.51	115.90	136.41
净赔付支出	27.68	28.33	28.57
赔付率	9.82	7.77	6.31
综合退保率	19.53	17.84	14.01

数据来源：百年人寿审计报告，联合资信整理

2. 投资业务

2019年，得益于可运用保险资金规模的扩大，百年人寿投资业务规模及收益均有所增长；债权投资和权益投资规模同步增长，其中债权投资存在违约事件发生，减值准备计提规模显著增加，权益投资当年实现一定浮盈，但账户整体仍呈浮亏状态。

百年人寿投资业务由资产管理中心负责，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。2019年随着保险业务的快速发展，百年人寿可运用的保险资金规模进一

步扩大，带动投资资产规模的增长。截至 2019 年末，百年人寿投资资产余额 1129.23 亿元，较上年末增长 34.26%（见表 12）。

表 12 百年人寿投资资产 单位：亿元、%

项目	2017 年末	2018 年末	2019 年末
交易性金融资产	6.41	2.85	2.61
买入返售金融资产	28.52	4.12	17.78
应收款项类金融资产	90.98	82.21	70.99
保户质押贷款	3.58	6.06	10.11
定期存款	6.40	46.75	53.15
可供出售金融资产	459.98	641.71	918.88
持有至到期投资	5.43	5.39	5.39
长期股权投资	30.36	42.90	41.03
投资性房地产	8.50	9.11	9.30
合计	640.15	841.10	1129.23
投资资产收益率	6.16	5.91	4.97

数据来源：百年人寿审计报告，联合资信整理

从会计科目看，百年人寿投资资产主要由可供出售金融资产、应收款项类金融资产和定期存款构成。2019 年，百年人寿可供出售金融资产规模大幅增加，其中债务工具和权益工具增幅相近。百年人寿债务工具投资以政策性金融债券和企业债券为主，其加大利率债的配置力度并适度拉长久期；权益工具包括股票、基金以及保险资产管理产品等。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担保和土地、股权、应收账款等抵质押担保方式。截至 2019 年末，百年人寿可供出售金融资产余额 918.88 亿元，较上年末增长 43.43%，其中可供出售债务工具余额 373.63 亿元，可供出售权益工具余额 508.15 亿元；应收款项类金融资产余额 70.99 亿元，较上年末下降 13.66%，主要由于债权投资计划规模减少；定期存款余额 53.15 亿元。2019 年，百年人寿部分债券及信托计划有违约事件发生，并根据违约损失率

相应计提了减值准备，可供出售金融资产及应收款项类金融资产减值准备的计提规模显著上升，年末两者余额分别为 3.56 亿元和 2.45 亿元。在违约风险上升的外部环境下，百年人寿未来投资资产质量的变化情况以及对减值计提的影响需关注。

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。2019 年，随着投资资产规模的增长，百年人寿投资收益有所上升，全年实现综合投资收益 49.85 亿元，但投资收益率下降至 4.97%。百年人寿投资收益率下降的原因一方面在于 2019 年债券投资的收益率下降，一方面原因在于偿付能力充足率不高，对消耗资本金较大的、风险及收益较高的资产配置减少。此外，2019 年百年人寿按公允价值计量的可供出售权益工具实现浮盈，但由于 2018 年股票价格下跌导致发生较大规模的浮亏，截至 2019 年末按公允价值计量的可供出售权益工具整体仍呈现浮亏状态，但浮亏金额有所减少。2019 年，百年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损失为 42.78 亿元，对期末所有者权益规模造成较大负面影响。

3. 经营绩效

2019 年，百年人寿营业收入规模进一步扩大，但受资产减值损失显著增加的影响，盈利水平有所下滑。

百年人寿营业收入主要由已赚保费和投资收益构成。2019 年以来，百年人寿加大了传统寿险以及健康险的发展力度，已赚保费规模进一步增长，同时保险业务的快速发展也为其投资业务的开展奠定了良好的资金基础，投资收益持续上升。2019 年，百年人寿实现营业收入 504.57 亿元，较上年增长 22.66%。其中，已赚保费 452.30 亿元，较上年增长 24.20%，占营业收入的 89.64%；投资收益 49.60 亿元，较上年增长 8.32%，占营业收入的 9.83%（见表 13）。

表 13 百年人寿收益情况 亿元、%

项目	2017 年	2018 年	2019 年
营业收入	320.07	411.37	504.57
已赚保费	281.40	364.18	452.30
投资收益	37.75	45.79	49.60
营业支出	316.57	404.69	503.73
退保金	104.51	115.90	136.41
赔付支出	27.83	29.98	30.18
提取保险责任准备金	135.47	201.41	235.79
手续费及佣金支出	21.22	37.80	55.24
业务及管理费	20.01	28.28	24.47
资产减值损失	0.02	1.19	7.26
净利润	3.51	6.97	2.23
综合费用率	14.68	16.77	16.74
手续费及佣金率	7.51	9.80	12.10
总资产收益率	0.59	0.85	0.20
净资产收益率	4.97	13.17	4.77

数据来源：百年人寿审计报告，联合资信整理

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。2019 年，百年人寿退保金额较上年有所增长，但退保率有所下降；赔付支出变化不大，仍主要为年金给付和满期给付，但死伤医疗给付显著增加；随着保险业务规模的扩大、代理及渠道投入的增加，百年人寿计提的保险准备金和手续费及佣金支出均有所上升，但业务及管理费在职工工资及福利费减少的情况下有所下降。此外，百年人寿资产减值损失显著增加，主要是由于可供出售金融资产和应收款项类金融资产减值准备计提增加所致。2019 年，百年人寿退保金支出为 136.41 亿元，提取保险责任准备金 235.79 亿元。从成本管控方面来看，2019 年百年人寿手续费及佣金率为 12.10%，较上年有所上升；综合费用率为 16.74%，较上年基本持平。

从盈利水平来看，2019 年，百年人寿净利润较上年显著减少，进而导致总资产收益率和净资产收益率均有所下降。由于退保率较上年有所降低，综合费用率与上年基本持平，盈利水平下滑的主要原因则在于资产减值损失的增加。2019 年，百年人寿实现净利润 2.23 亿

元，总资产收益率和净资产收益率分别为 0.20% 和 4.77%。

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，并指定一名高级管理人员作为首席风险官，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。2019 年，百年人寿全面检视风险管理制度体系，重新修订了风险偏好体系整体框架，确保公司风险偏好管理体系有效性；建立了操作风险三大管理工具的配套制度体系；更新了相关部门和各业务流程的风险管理制度细则等，有效规范公司风险管理操作流程，提升公司风险管理能力。

1. 保险风险管理

百年人寿退保率和赔付率均有所下降，面临的保险风险可控。

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。此外，

百年人寿定期监测退保率、赔付率、费用超支率等指标，不断加强保单质量管理，及时了解公司的经验偏差情况。

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。百年人寿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，并对高额保单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。2019年，百年人寿计提保险责任准备金239.34亿元，相当于当年保险业务收入的52.44%，占比略有上升（见表14）。

表14 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	466.26	668.34	904.96
当年提取保险责任准备金	135.92	187.48	239.34
提取的保险责任准备金/保险业务收入	48.13	48.61	52.44

注：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；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：百年人寿审计报告，联合资信整理

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

百年人寿已建立较为完善的信用风险管理体系。另一方面，百年人寿债权投资已出现部分违约，在当前资本市场信用事件频发的环境下，未来投资面临的信用风险情况需持续关注。

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。对于突发风险事件，百年人寿建立了负面新闻归集资讯通道，做到第一时间知悉市场上各种负面消息；信用评级人员发现涉及持有债项目的负面消息后，利用信用评级系统，可基于模型对债项及发债方进行量化分析，估算出该债项最新的信用度及信用风险值，提出处理意见并上报，依据制度开会讨论形成处置意见后由进行处置。

从投资产品类型看，百年人寿投资资产包括存款、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，不动产等另类投资规模不大。2019年，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，并相应控制债权计划、信托计划等非标类投资占比，在控风险的同时获取相对稳定的收益水平。截至2019年末，百年人寿债务融资工具投资余额上升至379.63亿元，占投资资产的比重增至33.62%，其中持有的债券均为信用等级较高的信用债以及政策性金融债；债权投资计划、信托产品以及理财产品投资合计余额70.99亿元，占投资资产的比重降至6.29%，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510.00亿元，占投资资产的45.16%，占比仍处于较高水平，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。

(2) 市场风险管理

百年人寿面临的利率风险相对可控，但较大规模的权益投资所面临的价格风险需保持关注。

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、事中和事后风险控制的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，约定大类资产的投资比例，制定详细的风险监测指标等来实现；综合考虑银保监会的监管要求、偿二代要求和现阶段公司发展的要求，详细限定了固定收益类、权益类、不动产类、其他金融产品类资产的投资比例，将大部分资产配置在固定收益类资产上，而权益资产的配置比例则相对较低，以确保在市场风险可控的前提下，能够取得合理的收益。对于事中风险，百年人寿投资部门、风险管理部门和托管行密切配合，严格按风险监测指标进行监测与管理；严格监测市场风险指标值的变化情况，发现异常，及时报告。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、跟踪和出具风险管理报告及改进意见。

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。百年人寿对交易性和可供出售金融资产中涉及利率风险的资产估值进行了压力测

试，以2019年末数据测算，假设无风险利率上行50个基点，传统账户的资产估值下降3.86亿元；分红账户的资产估值下降3.27亿元；万能账户的资产估值下降0.56亿元；相关资产总体估值下降7.69亿元，利率风险整体可控。

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。百年人寿以沪深300指数为基准，对权益类资产中的股票、股票型基金以及混合型基金进行压力测试，当沪深300指数下降20%时，股票、股票型基金以及混合型基金将合计下降约17.39%。考虑到股票价格波动对百年人寿的净资本仍形成较大侵蚀，其面临的价格风险需持续关注。

3. 流动性风险管理

百年人寿制定了较为完善的流动性风险管理措施，并不断推动保险业务向长期型、保障型业务转型，现金流较充裕。

流动性风险主要是指在债务到期或发生给付义务时，由于没有资金来源或必须以较高的成本融资而导致的风险，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。

百年人寿制定了一系列流动性风险管理措施，包括完善流动性风险管理体系、加强流动性风险监测、制订有效的流动性应急计划，以应对流动性风险压力。百年人寿还通过提高经营业绩、投资收益等手段增加现金流入，并通过降低公司经营成本费用，减少不合理的现金流出，提高资金利用效率。百年人寿建立了长效现金流预测管理机制，包括短期预测、中期预测、长期预测和定期预测，其中，定期预测是对元旦、春节、五一、十一等重要节假日以及季节性因素、政策因素、市场因素影响较大时期的资金流入流出情况进行预测。此外，百年人寿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，确保有充足的流动性履行各项支付义务。

从现金流情况来看，2019年，随着保费收入规模的进一步扩大以及分出保费的减少，百年人寿经营活动产生的现金净流入规模有所增长（见表15）；随着保险可运用资金规模的增长，投资规模相应增加，投资活动产生的现金保持净流出状态，净流出规模和上年基本持平。百年人寿筹资性现金流主要来源于卖出回购以及债券发行等活动，2019年其发行了20.00亿元资本补充债券，筹资性现金流保持净流入的态势。截至2019年末，百年人寿1年内综合流动比率为398.85%。整体看，百年人寿现金流较为充裕，面临的流动性风险可控。

表 15 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	144.83	151.79	241.89
投资活动产生的现金流量净额	-142.72	-226.83	-222.87
筹资活动产生的现金流量净额	9.52	60.47	22.28
现金及现金等价物净增加额	11.58	-14.54	41.30
期末现金及现金等价物余额	39.47	24.93	66.23

数据来源：百年人寿审计报告，联合资信整理

七、偿付能力分析

百年人寿偿付能力充足率满足监管最低要求，但仍需进一步提升；2019年风险综合评级被下调至C类，未来风险管理及偿付能力的变化情况需关注。

百年人寿提供了2019年偿付能力报告，大华会计师事务所（特殊普通合伙）对其进行了审计，并出具了标准无保留的审计意见。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，百年人寿认可负债主要由未到期责任准备金和保户储金及投资款组成，认可资产以投资资产为主。2019年以来，随着保险业务和投资业务的快速发展，百年人寿认可资产和认可负债的规模进一步增加。截至2019年末，百年人寿认可负债余额1149.52亿元，认可资产余额1318.27亿元；认可资产负债率为87.20%，财务杠杆水平略有下降（见表16）。

表 16 百年人寿偿付能力情况 单位：亿元、%

项目	2017年末	2018年末	2019年末
认可资产	685.68	969.24	1318.27
认可负债	593.68	881.44	1149.52
实际资本	92.01	87.81	168.75
其中：核心一级资本	84.43	76.78	143.57
最低资本	71.43	87.68	133.27
认可资产负债率	86.58	90.94	87.20
资产认可率	99.99	101.98	103.61
核心偿付能力充足率	118.20	87.57	107.73
综合偿付能力充足率	128.80	100.15	126.62

数据来源：百年人寿偿付能力报告，联合资信整理

2019年，百年人寿计入可供出售金融资产中的权益工具浮亏规模有所减少，所有者权益规模显著增长，同时成功发行20.00亿元资本补充债券，资本规模较上年大幅增加，偿付能力充足率得到相应提升。截至2019年末，百年人寿实际资本余额168.75亿元，其中核心一级资本143.57亿元；核心偿付能力充足率为107.73%，综合偿付能力充足率为126.62%。根据银保监会公布的保险公司风险综合评级，百年人寿2019年一季度分类监管评价中被评定为B类，二季度、三季度和四季度均被评定为C类。

八、债券偿付能力分析

截至本报告出具日，百年人寿已发行且尚在存续期的资本补充债券本金为20亿元，次级定期债务本金为7.50亿元，二者同顺位受偿。以2019年末的财务数据为基础，百年人寿净利润、可快速变现资产、股东权益对次级债及资本补充债券本金的保障倍数见表17。总体看，百年人寿可快速变现资产和股东权益对已发行的资本补充债券的保障程度较强。

表 17 债务保障情况 单位：倍

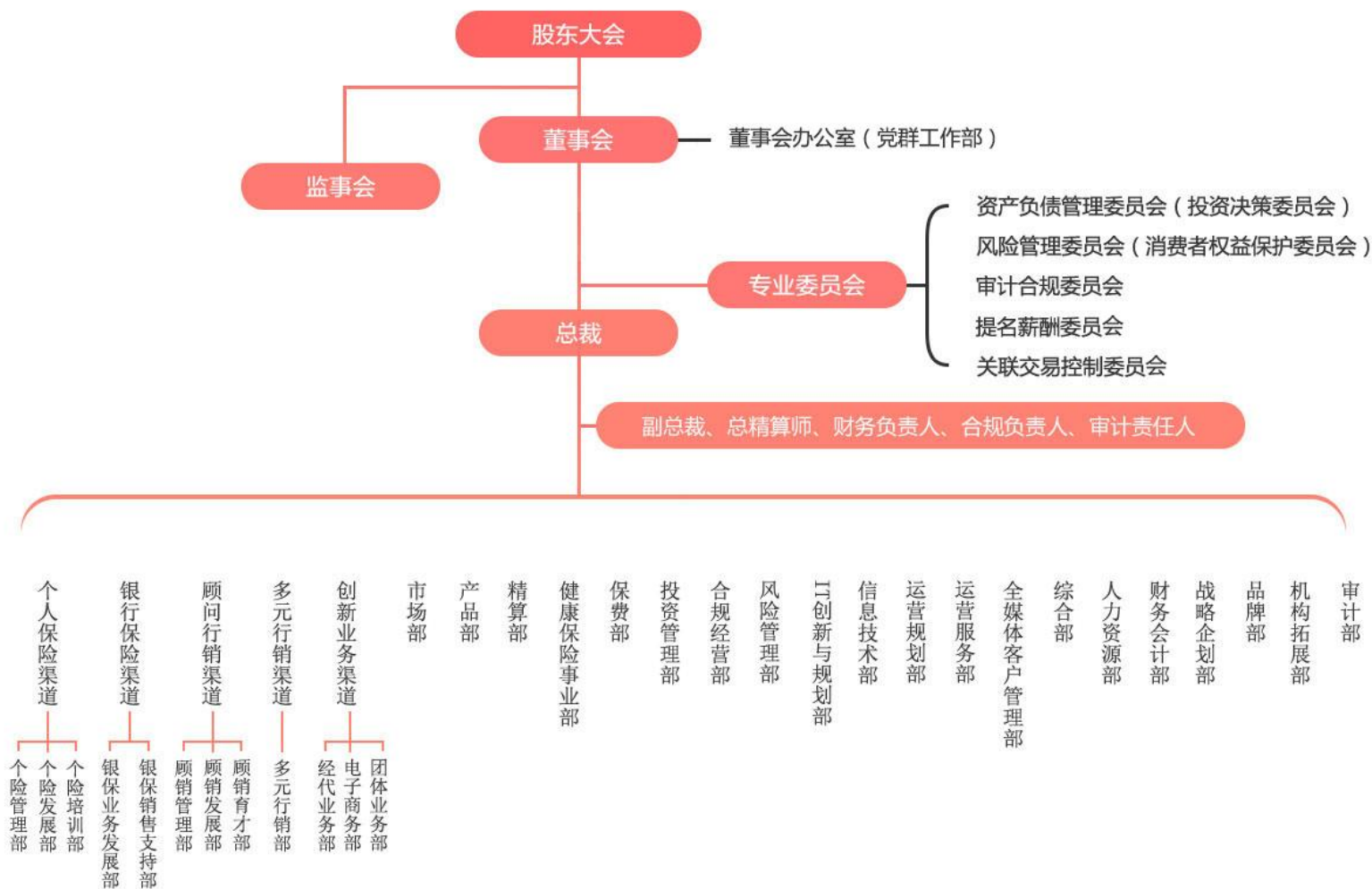
项目	2019年末
净利润/次级债及资本补充债券本金	0.08
可快速变现资产/次级债及资本补充债券本金	37.85
股东权益/次级债及资本补充债券本金	1.99

数据来源：百年人寿审计报告，联合资信整理

九、结论

综合上述对百年人寿公司治理、内部控制、业务经营、风险管理以及财务状况等方面综合分析，联合资信认为，在未来一段时间内百年人寿信用水平将保持稳定。

附录 1 2019 年末公司组织架构图



附录 2 人寿保险公司主要财务指标计算公式

投资类资产	交易性金融资产+衍生金融资产+买入返售金融资产+定期存款+可供出售金融资产+持有至到期投资+贷款及应收款项类投资+保户质押贷款+长期股权投资+投资性房地产+拆出资金+存出资本保证金+其他资产中投资性房地产计入存货部分金额
可快速变现资产	货币资金+交易性金融资产+买入返售金融资产+可供出售金融资产(扣除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) / (保险业务收入-分出保费) ×100%
平均投资资产收益率	(投资收益+利息收入+公允价值变动损益+其他收益) / 资金运用平均余额×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%
综合退保率	(退保金+保户储金及投资款的退保金+投资连接保险独立账户的退保金) ÷ (期初长期险责任准备金+保户储金及投资款期初余额+独立账户负债期初余额+本期签单保费(长险+保户储金长险)) ×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 3-1 保险公司主体长期信用等级的等级设置及其含义

联合资信保险公司主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。除AAA级，CCC级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。详见下表：

信用等级设置	含义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
C	不能偿还债务

附录 3-2 保险公司中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信保险公司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 3-3 评级展望设置及其含义

联合资信评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。联合资信评级展望含义如下：

评级展望设置	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级提升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调低的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能提升、降低或不变