

信用评级公告

联合〔2021〕546号

联合资信评估股份有限公司通过对中邮人寿保险股份有限公司及其拟发行的资本补充债券的信用状况进行综合分析和评估，确定中邮人寿保险股份有限公司主体长期信用等级为 AAA，中邮人寿保险股份有限公司 2021 年资本补充债券（第一期）（人民币 40 亿元）信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

二〇二一年一月二十五日



中邮人寿保险股份有限公司

2021 年资本补充债券（第一期）信用评级报告

评级结果

主体长期信用等级：AAA
 资本补充债券信用等级：AAA
 评级展望：稳定

评级时间

2021 年 1 月 25 日

主要数据

项目	2017 年末	2018 年末	2019 年末	2020 年 9 月末
资产总额(亿元)	940.95	1419.47	1923.95	2675.11
负债总额(亿元)	833.14	1253.05	1670.97	2417.09
保险合同准备金(亿元)	785.07	1120.59	1612.05	2260.98
股东权益(亿元)	107.81	166.42	252.98	258.02
注册资本(亿元)	100.00	150.00	215.00	215.00
核心偿付能力充足率(%)	143.30	152.26	160.84	108.88
综合偿付能力充足率(%)	167.31	167.33	160.84	137.64

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 1-9 月
营业收入(亿元)	451.63	628.87	748.20	820.95
已赚保费(亿元)	410.32	569.82	666.58	726.33
净利润(亿元)	3.80	5.21	16.88	15.48
投资收益(亿元)	41.22	59.14	80.51	94.31
投资资产收益率(%)	4.81	4.85	4.75	--
综合退保率(%)	9.97	9.57	6.91	1.01
综合费用率(%)	5.73	6.59	6.32	--
手续费及佣金率(%)	3.28	3.12	3.07	--
总资产收益率(%)	0.44	0.44	1.01	--
净资产收益率(%)	3.96	3.80	8.05	--

注：2020 年 1—9 月财务数据未经审计

数据来源：中邮保险年度报告和提供数据，联合资信整理

分析师

郎朗 张哲铭 谢冰妹

电话：010-85679696

传真：010-85679228

邮箱：lianhe@lhratings.com

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号
中国人保财险大厦17层(100022)

网址：www.lhratings.com

评级观点

联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）对中邮人寿保险股份有限公司（以下简称“中邮保险”或“公司”）的评级反映了其在国内寿险市场行业排名处于前列、较强的股东背景、清晰的战略目标和市场定位、业务价值提升、银保渠道发展良好和多元化投资配置等有利因素。同时，联合资信也关注到，中邮保险业务渠道较为单一、业务的快速发展对资本消耗较快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，中邮保险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，并结合股东中国邮政集团有限公司（以下简称“中国邮政”）的发展战略，深化集团内部业务协作。另一方面，公司业务结构较为单一，且业务的快速发展对资本消耗较快。此外，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。

综上所述，联合资信确定中邮人寿保险股份有限公司主体长期信用等级为 AAA，拟发行的 2021 年资本补充债券（第一期）（人民币 40 亿元）信用等级为 AAA，评级展望为稳定。该评级结论反映了中邮人寿保险股份有限公司本期资本补充债券的违约风险极低。

优势

- 资本实力不断提升。**公司自成立以来，经过多次增资扩股，股东权益增速较快，资本实力快速提升至行业前列。
- 保险市场份额处于行业前列。**公司在保费收入市场占有率和排名均呈快速增长趋势，保费市场份额已提升至行业前列。
- 银保渠道发展良好。**中邮保险推进与中国邮政下属省市县级分支公司的渠道合作，以银

保渠道为核心，业务快速发展，市场定位明确。

4. **保单品质和业务价值有所提升。**公司经过多年业务价值转型，险种期限结构持续改善，保单品质和业务价值逐步提升。
5. **投资资产质量保持较好水平。**中邮保险投资策略较为稳健，投资资产质量保持在较好水平，整体投资风险可控。
6. **中国邮政对公司支持力度较大。**作为中国邮政的控股子公司，中邮保险在中国邮政内具有重要的战略地位，并能在资本补充、公司治理、业务开拓等方面得到大力支持。

关注

1. **业务品种和期限结构变化情况需关注。**中邮保险业务品种以分红寿险为主；从保费期限结构看，仍有一定规模趸缴业务，对资本形成一定占用，联合资信将持续关注公司保险业务品种和业务结构变化情况。
2. **业务渠道较为单一。**中邮保险渠道结构较为集中，直销和团险等渠道贡献度较低，渠道多元化程度仍有待提升。
3. **资本面临补充压力。**考虑到中邮保险业务发展较快，或将面临一定的资本补充压力。
4. **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。
5. **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，均有一定的劣后受偿风险，中邮保险在无法按时支付利息或偿还本金时，债券持有人无权向法院申请对中邮人寿实施破产清偿。

声 明

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

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

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

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

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

六、本次信用评级结果仅适用于本期债项，有效期为本期债项的存续期；根据跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

中邮人寿保险股份有限公司

2021 年资本补充债券（第一期）信用评级报告

一、主体概况

中邮人寿保险股份有限公司（以下简称“中邮保险”或“公司”）是由原中国保险监督管理委员会批准，由原中国邮政集团公司（以下简称“中国邮政”）及 20 个省（市）邮政公司于 2009 年共同发起设立的全国性寿险公司，中邮保险初始注册资本 5.00 亿元；2011 年，中邮保险原股东以及北京市邮政公司等 12 家新股东以货币出资的方式增加注册资本 15.00 亿元；2013 年和 2014 年通过现金方式分别增加注册资本 20.00 亿元和 25.00 亿元；2016 年原保监会同意将原 31 个省（区、市）邮政公司持有的股份全部无偿划转到中国邮政、中国集邮总公司、北京中邮资产管理有限公司和邮政科学研究规划院，持股比例分别为 50.92%、20.00%、14.31% 和 14.77%；同年并以现金出资方式增加注册资本 15.00 亿元；2017 年、2018 年和 2019 年，分别以货币资金方式增加注册资本 20.00 亿元、50.00 亿元和 65.00 亿元，资本实力不断提升。截至 2020 年 9 月末，中邮保险注册资本为 215.00 亿元，中国邮政直接持有公司股份 50.92%，通过旗下子公司中国集邮总公司和邮政科学研究规划院分别持有公司 16.25% 和 12.83% 的股份，同时，通过子公司中邮资本管理有限公司的全资子公司北京中邮资产管理有限公司持有公司 20% 的股份，故公司实际控制人为中国邮政；股东持股情况见表 1。

表 1 2020 年 9 月末中邮保险股东持股情况 单位：%

股东名称	持股比例
中国邮政集团有限公司	50.92
北京中邮资产管理有限公司	20.00
中国集邮总公司	16.25
邮政科学研究规划院	12.83
合计	100.00

数据来源：中邮保险提供，联合资信整理

中邮保险的经营范围：人身保险、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；经中国银保监会批准的其他业务。

截至 2020 年 9 月末，中邮保险业务范围已拓展至 21 个省（区、市），至 291 地市、1580 县（市）、31329 个网点；在职员工 2033 人。

截至 2019 年末，中邮保险资产总额 1923.95 亿元，其中投资资产总额 1892.15 亿元；负债总额 1670.97 亿元，其中保险合同准备金合计 1612.05 亿元；股东权益合计 252.98 亿元；实际资本 239.40 亿元，核心偿付能力充足率与综合偿付能力充足率均为 160.84%。2019 年，中邮保险实现营业收入 748.20 亿元，其中已赚保费 666.58 亿元，投资收益 80.51 亿元；净利润 16.88 亿元。

截至 2020 年 9 月末，中邮保险资产总额 2675.11 亿元，其中投资资产总额 2632.35 亿元；负债总额 2214.89 亿元，其中保险合同准备金合计 2417.09 亿元；股东权益合计 258.02 亿元；实际资本 287.13 亿元，核心偿付能力充足率与综合偿付能力充足率分别为 108.88% 和 137.64%。2020 年 1—9 月，中邮保险实现营业收入 820.95 亿元，其中已赚保费 726.33 亿元，投资收益 94.31 亿元；净利润 15.48 亿元。

中邮保险注册地址：北京市西城区金融街甲 3 号金鼎大厦 B 座 6、7 层。

中邮保险法定代表人：党秀茸。

二、本期债券概况

1. 本期债券概况

中邮保险拟在不超过人民币 100 亿元(含 100 亿元)的注册额度内分期发行资本补充债券,中邮保险于 2020 年 12 月成功发行额度内第一期资本补充债券,发行规模为人民币 60 亿元。本期为额度内第二次发行,发行规模人民币 40 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. 本期债券性质

本期债券本金的清偿顺序和利息支付顺序列于保单责任和其他普通负债之后,股权资本等核心资本工具之前;本期债券与发行人已发行的与本期债券偿还顺序相同的其他次级债务处于同一清偿顺序,与未来可能发行的与本期债券偿还顺序相同的次级定期债务、资本补充债券等资本补充工具同顺位受偿;发行人无法如约支付本息时,该资本工具的权益人无权向法院申请对保险公司实施破产。

本期债券设定一次发行人选择提前赎回的权利。在行使赎回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银保监会备案后,发行人可以选择

在第 5 个计息年度的最后一日,按面值全部或部分赎回本期债券。

3. 募集资金用途

本期债券募集资金将依据适用法律和监管部门的批准用于补充发行人资本,提高公司偿付能力,为公司业务的良性发展创造条件,支持业务持续稳健发展。

三、经营环境分析

1. 宏观经济与政策环境分析

(1) 宏观经济运行

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

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

表 2 2017 - 2019 年及 2020 年前三季度中国主要经济数据

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

公共财政收入增速 (%)	7.4	6.2	3.8	-6.4
公共财政支出增速 (%)	7.7	8.7	8.1	-1.9

注：1. GDP 总额按现价计算；

2. 出口增速、进口增速均以人民币计价统计；

3. 增速及增幅均为累计同比增长数，GDP 增速、城镇居民人均可支配收入增速为实际增长率，规模以上工业增加值增速、固定资产投资增速、社会消费品零售总额增速为名义增长率；

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

资料来源：联合资信根据国家统计局和 Wind 数据整理

经济结构改善，消费贡献提升。2020 年前三季度，消费支出对 GDP 增速拉动由二季度的 -2.35% 回升 4.06 个百分点至 1.71%，净出口对 GDP 增速拉动由二季度的 0.53% 上升至 0.64%，投资对 GDP 增速拉动由二季度的 5.01% 下降至 2.55%。虽然投资仍然是经济增长的主要拉动因素，但三季度消费对经济的贡献度显著提高，经济结构较二季度有所改善，内生增长动力加强。

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

复工水平不断提升，工业生产逐季回升。

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

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

社融增量逐季下降，M2 增速有所回落。

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

济活跃度上升，消费回暖。

财政收入继续下降、收支缺口更趋扩大。

2020年前三季度，全国一般公共预算收入14.1万亿元，同比下降6.4%，降幅较二季度（10.8%）有所收窄。其中税收收入11.9万亿元，同比下降6.4%；非税收入2.2万亿元，同比下降6.7%。同期全国政府性基金收入5.5万亿元，同比增长3.8%，较前二季度（-1.0%）转为正增长。2020年前三季度全国一般公共预算支出17.5万亿元，同比下降1.9%，降幅比二季度（5.8%）显著缩小。其中中央本级累计支出2.5万亿元，同比下降2.1%；地方本级累计支出15.1万亿元，同比下降1.9%。从支出结构看，前三季度社会保障与就业支出（2.6万亿元）、卫生健康支出（1.4万亿元）、农林水支出（1.6万亿元）和债务付息支出（7351.0亿元）为正增长，其余支出同比皆为下降。财政支出增长方面主要集中于保障基本民生、疫情防控和重点领域支出。2020年前三季度公共财政收支缺口3.4万亿元，较二季度缺口（2.0万亿元）继续扩大，主要是受到疫情冲击，财政收支形势比较严峻。

就业压力有所减缓，城镇居民收入实际降幅继续收窄。

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

（2）宏观政策环境

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

积极的财政政策大规模减税降费，增加有效投资。

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

货币政策回归，融资成本有所回升。

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

(3) 宏观经济前瞻

牢牢把握扩大内需这个战略基点，加快形成以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局。2020年7月30日召开的中央政治局会议（以下简称“会议”）认为，当前我国经济形势仍然复杂严峻，不稳定性及不确定性较大，遇到的很多问题是中长期的，必须从持久战的角度加以认识，加快形成以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局。会议强调，下半年要更好地统筹疫情防控和经济社会发展工作，坚持以供给侧结构性改革为主线，坚持深化改革开放，牢牢把握扩大内需这个战略基点，大力保护和激发市场主体活力，扎实做好“六稳”工作，全面落实“六保”任务，推动经济高质量发展。在此政策导向下，未来财政政策将更加积极有为、注重实效，保障重大项目建设资金，注重质量和效益。货币政策一方面更加灵活适度、精准导向，保持货币供应量和社会融资规模合理增长，推动综合融资成本明显下降；二是新增融资重点流向制造业、中小微企业，加大对实体经济的支持力度。

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

投资方面，四季度结构继续改善，经济内生增长动力将加强。2020年四季度制造业投资单月投资依然有望保持正增长，但8月制造业投资单月增速或已经是2020年最高增速，全年累计增速难以转正。房地产投资方面，自7月以来房地产政策持续收紧叠加信贷政策收紧，综合考虑房地产新开工面积持续负增长、施工面积增速有所回落，预计四季度房地产投资存在下行压力。基建投资方面，从资金方面看，2020年尚剩余407亿元一般债券和1848亿元专项债券，新增地方债规模将会是全年最低水平；从经济增长动力来看，8、9月制造业投资

呈现加速迹象、消费也有加速修复的迹象，经济内生修复动力加强，再度大力拉动基建投资的必要性下降。因此，综合资金和经济增长力看，四季度基建投资难有更出色表现，单月增速或将进一步下降。

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

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

2. 人身险行业发展概况

(1) 业务概况

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

近年来，受宏观经济增长放缓影响，我国实施积极的财政政策和稳健中性的货币政策，为保险行业的发展提供了良好的政策环境。在积极的财政政策下，投资增长特别是公共消费型基础投资、养老产业的相关投资，不但为保险资产配置提供了渠道，也会带动新的保险需

求。在稳健中性的货币政策下，人身险公司资金成本长期来看维持在稳定合理水平。2019年以来，在监管趋严及人身险公司回归稳健业务增长模式的背景下，行业面临的保险风险逐步降低。随着人身险公司将业务中心转向长期期缴型及保障型产品的业务转型初见成效，且部分保险公司加大对年金类产品的开发和营销力度，人身险保费增速有所加快。2019年，我国人身险业务原保险保费收入3.10万亿元，同比增长13.76%。其中，普通寿险实现原保险保费收入2.28万亿元，同比增长9.80%；健康险业务实现原保险保费收入0.71万亿元，同比增长29.70%。资产方面，截至2019年末，寿险公司总资产16.96万亿元，资产增速有所加快。

人身险公司市场集中度方面，截至2019年末，根据wind数据统计，在86家人身险公司（中资公司59家，外资公司27家）中，原保险保费收入前10的人身保险公司市场份额合计占比仍保持在70%以上（见表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

保险公司可运用资产规模稳步增长，资金投向趋于稳健，资金收益水平有所改善。

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

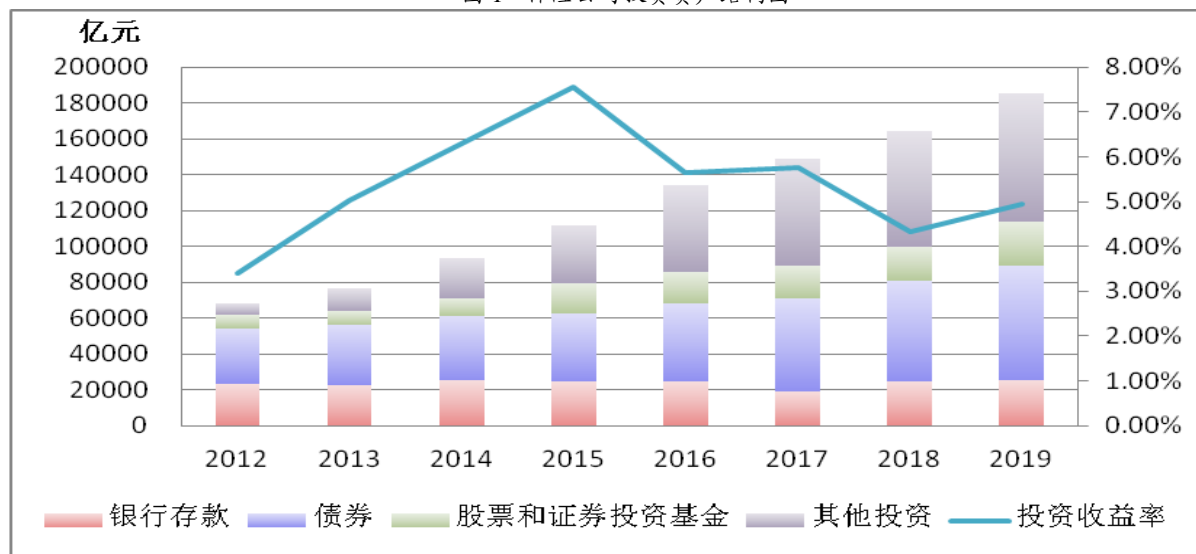
整体看，由于保险行业竞争日益激烈，保险公司为保持市场竞争力，逐步压缩承保利润空间；且由于保险资金运用金额大、占比高，保险公司盈利水平越来越依赖于投资收益。

投资收益方面，2019 年，保险资金运用投资收益呈现了前高后低的走势，但整体收益较上年度明显提升。2019 年初，股票市场整体表

现向好，全年上证指数累计上涨 22.30%，多家险企抓住上半年快速上涨的行情，增加股票配置；同时险企对于优质公司的股权投资配置不断加大，并适当减少收益率较低的银行存款类和投资性房地产类资产的配置；此外，受近年来资本市场相继出现债券违约现象，险企在债券投资和准入方面更为审慎。截至 2019 年末，国内保险资金运用余额 18.53 万亿元，较上年末增长 12.91%。从投资资产结构来看，保险资金运用配置在保障安全性的前提下，根据市场环境有所调整，截至 2019 年末，银行存款与债券投资合计占总资金运用金额的比例为 48.18%，较 2018 年末下降 1.03 个百分点；股票和证券投资基金占比 13.15%，上升 1.44 个百分点；其他投资占比 38.67%，下降 0.41 个百分点。在其他投资中，长期股权投资是近年来保险资金运用的重要方向，投资规模逐年上升，截至 2019 年末保险资金运用于长期股权投资的规模为 19739 亿元；投资性房地产的规模为 1894 亿元，规模呈下降趋势；其他非标类投资呈下降趋势。总体看，2019 年，银行存款及债券投资规模较大，收益相对稳定，仍是保险资金运用最重要资产配置选项；股票和证券投资基金在平稳增长一段时间后受市场行情向好影响规模有所增长；非标类投资总额和占比持续下降（见图 1）。2020 年以来，受新冠肺炎疫情影响，多国金融市场呈现大幅下跌，从 1、2 月份我国主要经济运行数据来看，新冠疫情对当前经济运行造成了比较大的冲击，但是政府多项政策和措施的出台从另一方面稳定了当前经济形势。险企资金运用方面，一方面股票市场动荡对险企投资收益产生较大影响；另一方面，在疫情的影响下，信托公司产品发行规模明显收缩，随着部分险资投资的非标资产相继到期，再投压力明显加大；同时，在利率下行的背景下，固定收益类资产收益不断下降，加之资本市场波动，预计未来保险公司资金配置压力将加大。但上述影响目前看来或为短期现象，随着疫情的控制、企业加快复工复产及政

府加强经济发展政策的相继出台，2020 年度长期情况有待观察。

图 1 保险公司投资资产结构图



数据来源：银保监会网站，联合资信整理

(3) 偿付能力

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

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

之间；有 13 家公司两项指标均低于 150%，包括中法人寿、前海人寿、珠江人寿、富德生命人寿、百年人寿、弘康人寿、华夏人寿、上海人寿、中融人寿、中邮保险、天安人寿、建信人寿、君康人寿。同时，有 3 家公司核心偿付能力充足率低于 100%，其中，中法人寿核心和综合偿付能力充足率均为负，是唯一不达标的人身险公司；前海人寿和珠江人寿核心偿付能力充足率分表为 72.23%和 75.73%，与 50%的监管红线相距不远。总体看，受业务结构调整及投资风险影响，人身险行业整体偿付能力充足水平有所下降，但行业抗风险能力仍处于较好水平；另一方面，业务的发展及资本市场的变化将会增加人身险行业的风险管控的难度，从而使得偿付能力的提升承压。

近年来，业务规模的快速发展、资本市场的波动以及监管力度的加大对保险公司偿付能力带来不利影响，资本补充需求较大。保险公司资本补充力度逐年加大，主要通过股东增资、发行资本补充债券等方式补充资本。2019 年，在监管机构从严从重加强保险资金运用监管背景下，偿付能力承压，险资申请资本补充债发行数量较上年同期有所增长，全年人身险行业审批通过发行 416.5 亿元（不含保险集团及再

保险公司)。与此同时,部分保险公司寻求通过增加注册资本的方式补充资本,2019年人身险公司累计补充注册资本金83.46亿元;银保监会批复成立大家保险承接安邦保险全部业务,大家保险注册资本40.00亿元;首家外商独资保险控股公司安联(中国)保险控股有限公司于2019年11月经银保监会批复成立,注册资本27.18亿元。总体看,虽然人身险行业整体偿付能力保持充足水平,但部分人身险公司补充资本的需求仍然存在,且银保监会也不断健全多样的资本补充工具,资本补充渠道将进一步丰富;同时,2019年银保监会开放外资保险公司持股比例上限,首家外商独资保险控股公司的成立也标志着中国保险行业对外开放进程加快。

3. 行业监管与政策支持

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

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

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

2019年以来,银保监会在官网公布的针对保险下发的规章及规范性文件达30多份,另有

相关问题的通报20余份,涉及领域包括对外开放、险资投资、业务监管、渠道监管及营销整治等。

在保险业对外开放政策方面,2019年10月,国务院发布了关于修改《中华人民共和国外资保险公司管理条例》的决定;并于11月,发布《中华人民共和国外资保险公司管理条例实施细则》正式修订;12月,银保监会再次下发突破性对外开放文件,“将人身险外资股比限制从51%提高至100%的过渡期提前至2020年”“自2020年1月1日起,正式取消经营人身保险业务的合资保险公司(以下简称合资寿险公司)的外资比例限制,合资寿险公司的外资比例可达100%”,监管不断放宽外资持股比例限制,一方面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。

四、公司治理与内部控制

1. 公司治理

中邮保险凭借实际控制人中国邮政在公司治理及内部控制完善等方面的优势，建立了较为健全的公司治理架构和内部控制管理体系；公司章程中股东对偿付能力的补充安排，对公

司资本的补充提供了重要保障。

中邮保险成立于2009年，经多次增资扩股后，截至2019年末，中邮保险注册资本为215.00亿元。中邮保险控股股东中国邮政直接持有公司50.92%的股权，通过旗下子公司中国集邮总公司和邮政科学研究规划院分别持有公司16.25%和12.83%的股份，同时，通过子公司中邮资本管理有限公司的全资子公司北京中邮资产管理有限公司持有公司20%的股份，故公司实际控制人为中国邮政（见附录1）。中邮保险能够获得股东中国邮政在公司治理、内部控制的健全和偿付能力方面的支持。中邮保险公司章程规定：在公司偿付能力达不到监管要求时，股东应支持公司改善偿付能力。

中国邮政是在原国家邮政局所属企事业单位基础上组建成立的大型国有独资企业，财政部代表国务院履行出资人职责，为实际控制人。中国邮政经营业务主要分为邮政业务、速递物流业务和金融业务三大板块。截至2019年末，中国邮政分公司31家，二级子公司105家，其子公司包括：在上海证券交易所、香港联交所上市的中国邮政储蓄银行股份有限公司（以下简称“邮储银行”）、中邮资本管理有限公司、中国集邮总公司、中邮证券有限责任公司等。截至2019年末，中国邮政注册资本1378.83亿元，资产总额为105777.14亿元，负债总额99713.45亿元，所有者权益合计6063.69亿元。

中邮保险按照《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。

目前，中邮保险董事会由6名董事构成，其中独立董事2名；中邮保险董事长、党委书记党秀茸女士，兼任中加基金董事会副董事长、中国互联网投资基金理事会理事、中国保险学会理事会理事等职务，负责并主导中邮证券有限责任公司的并购和创建，参与中邮创业基金管理股份有限公司初创工作，负责筹建并开办中邮保险。

中邮保险监事会由 3 名监事构成，其中职工监事 1 名。近年来，中邮保险监事会成员按照《公司法》《公司章程》等法律法规履行职责，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，对公司的重大决策事项、重要经济活动进行审议，对公司董事、管理层等执行公司职务的行为进行监督，并对公司经营和财务状况进行检查，较好地发挥了监督作用。

中邮保险高级管理层由 7 名成员组成，其中总经理 1 名、纪委书记兼合规负责人 1 名、副总经理 1 名、财务负责人 1 名、总精算师 1 名、技术总监 1 名、首席投资官 1 名。中邮保险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。

从关联交易情况来看，截至 2019 年末，中邮保险存放邮储银行的货币资金余额 4.19 亿元，2019 年中邮保险通过中国邮政及其下属公司实现保险业务收入 2.30 亿元，发生业务及管理费 1.42 亿元，手续费及佣金支出 20.77 亿元。

2. 内部控制

中邮保险持续完善内控架构和制度体系建设，内部控制整体较为完善。

中邮保险按照《企业内部控制基本规范》和《保险公司内部控制基本准则》等要求，建立了由董事会负最终责任，管理层直接领导，总部各部门、各分公司负首要责任，总部风险管理部统筹协调，审计部检查监督的内部控制组织体系。

风险管理部作为公司内部控制管理职能部门，负责对公司内部控制的事前、事中的统筹规划，组织推动、实时监控和定期检查。近年来，中邮保险从多方面不断提升内部控制管理水平：从组织架构方面，中邮保险根据经营发展情况，适时评估和调整组织机构，建立“三重一大”议事规则和报告机制，进一步清晰报告路线；在合规文化方面，公司建立“先基础再发展，先模式再发展，先合规再发展”的理念，重视内控、合规、法律、风险、反洗钱等方面

的文化培育，持续提高全体员工的风险防范意识和合规意识；在信息系统方面，中邮保险持续强化业务操作和管理信息系统建设，建立核心业务系统、风险管理系统、投资管理一体化系统、反洗钱信息系统和偿付能力系统等；在制度方面，中邮保险持续完善和修订各项制度，进一步完善内部控制、风险管理、法律合规等制度体系；在经营业务方面，中邮保险持续加大对销售管理、手续费控制、运营控制、核理赔管理、再保险、业务单证等方面的流程和制度建设，不断完善内部控制管理水平。

中邮保险审计部对内部控制履行事后检查监督职能，对公司内部控制的健全性、合理性和有效性进行审计，并追踪内部控制缺陷整改情况，按照监管要求报送评估情况。近年来，中邮保险以风险为导向，集中资源完成监管及中国邮政规定的审计项目，围绕公司重点、难点工作开展专项审计，同时推动追责问责，推进审计信息化建设，完善审计工作方法。2019 年，中邮保险开展常规及关联交易、资金运用等专项审计，同时强化审计整改责任落实，提高内部管理的质量和效率。

根据中邮保险 2020 年第三季度偿付能力报告披露，中邮保险 2020 年一季度和 2020 年二季度风险综合评级结果均为 B 类。

3. 发展战略

中邮保险围绕股东的战略定位制定相应发展规划，充分利用股东优势拓展业务渠道，其战略定位符合自身发展规划；但由于当前保险市场竞争较为激烈加之监管环境的不确定性，未来发展规划实行情况需持续关注。

中邮保险制定了《中邮人寿保险股份有限公司滚动规划（2019—2021）》，计划将中邮保险打造成为一个体系现代化、服务大众化、管理规范化，政府满意、监管放心、股东认可、百姓欢迎的新型高效全功能寿险公司。计划到 2021 年，中邮保险将实现全面转型发展目标，完成引战工作，业务规模、效益水平、服务能力、品牌价值等企业综合实力向行业前五不断

迈进。

未来，中邮保险坚持“服务基层、服务三农”的战略定位，强化机构建设，加大农村保险产品供给力度，持续增强服务“三农”的营运能力和服务水平；深化战略协同，持续推动“自营+代管”模式，加大战略协同绩效考核力度，充分利用股东资源，实现渠道复用、研发协同、客户共享、队伍共建、品牌共创，坚持精耕细作银保主渠道，支撑银保渠道价值化发展；加强价值增长，通过强化自营能力和代理渠道建设，提升客户服务能力、打造核心产品体系、提高专业投资水平、优化运营服务流程，来实现价值化成长；坚持科技引领方向，对标行业最优，全力推进公司“1号工程”，加快大数据、人工智能、云计算等新技术运用，提升公司数字化水平；推进股权多元化改革，改善公司治理，进一步加强资产负债有效管理，建立资本长效补充机制；坚持多元渠道发展，加强团险、简易险、互联网渠道作为未来重点发展的渠道，改善公司客户结构；推进“1+N”发展模式，以公司寿险主业为核心，拓展未来商业健康、养老、不动产投资等多种产业；在风险合规方面，进一步健全风险管理制度，完善内控体系建设，加强资金运用风险防控；坚持合规经营，深入开展合规培训，强化合规考核和管理责任。计划至2021年，中邮保险资产总额达到3250.4亿元；完成总保费规模879亿元，其中趸交保费规模控制在70亿元；期缴保费规模达到799亿元；实现营业收入1028.3亿元；实现利润总额20.1亿元。

五、业务经营分析

1. 经营概况

近年来，依托于股东中国邮政广泛的业务渠道、明确的发展战略定位及持续转型的产品结构体系，业务规模呈现较好发展态势，行业排名亦持续上升。目前，中邮保险在资产规模及业务规模上均处于保险行业的前列。

2. 业务经营分析

随着监管加强对保险业务回归本源的政策实施，中邮保险较早的开展保险业务期限和结构调整，并已取得一定成果，期缴业务收入规模、内含价值均呈逐年上升趋势；借助于股东在业务渠道建设上的支持，中邮保险银保渠道业务发展较好，且未来存在较大发展空间；另一方面，受客群需求的影响，中邮保险业务险种以分红寿险为主，传统寿险、长期健康险和短期意外和健康险规模占比较低，未来业务结构有待持续优化调整。

(1) 保险业务

中邮保险持续调整保险业务期限和结构，推进保险价值转型，原保险保费规模快速增长，市场竞争力较好。中邮保险根据自身发展战略，积极开展业务期限和价值转型，不断加大中长期保险产品开发和销售力度。近年来，中邮保险持续调整保险业务期限和结构，推进业务价值转型，原保险保费收入规模及市场排名均有所提升。根据银保监会官网统计数据，2019年，中邮保险原保险保费收入675.41亿元；中邮保险原保险保费收入市场占有率2.28%，在87家寿险公司中位居第10位，市场排名及市场份额均有所上升；2019年，中邮保险规模保费收入675.44亿元，规模保费收入市场占有率为1.74%（见表4）。

表4 业务经营及市场排名 单位：亿元、%

项目	2017年	2018年	2019年	2020年 1—9月
原保险保费收入	410.79	576.63	675.41	732.69
原保险保费收入市场份额	1.58	2.20	2.28	--
原保险保费收入市场排名/市场家数	14/85	11/91	10/87	--
规模保费	410.82	576.66	675.44	732.75
规模保费市场份额	1.27	1.67	1.74	--

注：银保监会网站从2019年起暂未披露各寿险公司原保险保费收入和寿险公司排名，故2019年数据来自wind；2020年9月末数据未披露
数据来源：中国银保监会官网、wind，中邮保险提供资料，联合资信整理

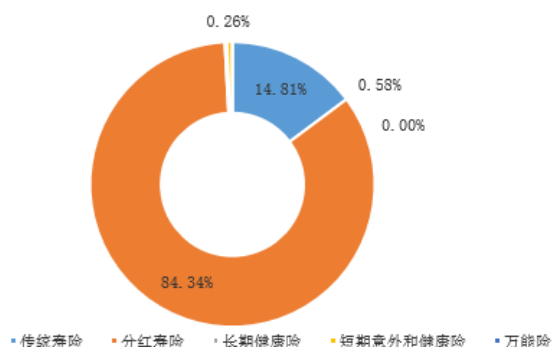
中邮保险推进分红寿险和长期传统保险产品的推广营销力度，推动原保险保费业务收入

较快增长；但受客群需求的影响，中邮保险业务险种以分红寿险为主，传统寿险、健康险和意外险规模占比较低，未来业务结构有待进一步优化调整。中邮保险业务产品种类主要包括传统寿险、分红寿险、长期健康险和短期意外健康险，万能险规模较小（见图表 5）。中邮保险客户群体主要来自各省市县域的邮政网点，该类客户对兼具储蓄功能的分红寿险需求较大。近年来，中邮保险根据自身客群需求和渠道营销特点，结合整体业务发展战略目标，加大分红寿险营销力度；此外，中邮保险积极推进长期传统保险产品的推广营销力度，传统寿险规模较快增长，但占比仍有待提高。2019 年，中邮保险实现分红寿险业务收入 569.67 亿元，占原保险保费收入的 84.35%；实现传统寿险业务收入 100.04 亿元，占原保险保费收入的 14.81%；长期健康险及短期意外和健康险业务收入规模和占比均不高。从规模保费结构看，万能险业务占比处于较低水平。

图表 5 保险业务收入结构 单位：亿元

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 1—9 月
传统寿险	153.90	69.34	100.04	237.50
分红寿险	253.51	502.91	569.67	491.06
长期健康险	0.87	1.64	1.76	1.67
短期意外及健康险	2.51	2.74	3.93	2.44
原保险保费	410.79	576.63	675.41	732.69
万能险	0.03	0.03	0.03	0.07
规模保费	410.82	576.66	675.44	732.75

2019 年中邮保险各险种规模保费收入构成及占比情况



注：因四舍五入效应致使数据存在 0.00 的现象
数据来源：中邮保险提供，联合资信整理

中邮保险期缴业务收入有所增长，中邮保险业务期限结构转型取得一定成果。从保费期限结构来看，中邮保险调整业务期限结构，加大期缴业务发展力度，期缴业务首年及续期保费均有所增长，业务转型效果较好；近年来，中邮保险期缴业务首年保费收入有所增长；趸缴保险业务收入有所下降。2019 年，中邮保险期缴业务首年保费收入 229.48 亿元，占保险业务收入的 33.98%；趸缴业务实现保险业务收入 117.14 亿元，占保险业务收入的 17.34%（见表 6）。

表 6 保险业务收入期限结构 单位：亿元

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 1—9 月
趸缴保费收入	174.17	155.64	117.14	94.27
期缴业务首年保费收入	120.89	218.23	229.48	263.52
期缴业务续期保费收入	115.73	202.76	328.78	374.89
合计	410.79	576.63	675.41	732.69

数据来源：中邮保险审计报告及提供资料，联合资信整理

中邮保险加大自营渠道拓展力度，占比有所提升，同时借助于股东在业务渠道建设上的支持，中邮保险银保渠道占比高；但公司直营渠道占比低，渠道发展较为单一，渠道多元化程度仍有待提升。作为中国邮政的控股子公司，中邮保险在业务发展上得到中国邮政较大力度支持，主要表现在渠道建设上。中邮保险业务渠道主要为银保渠道，通过中国邮政下设各省市县域分公司和邮储银行分支机构开拓保险业务营销工作。得益于中国邮政及邮储银行网点分布优势，截至 2019 年末，中邮保险业务范围已扩展至 21 个省、279 个地市、1521 个县市，覆盖 31054 个网点。此外，由于中国邮政下属各邮政公司在各省市网点下沉较深，符合公司的客群发展定位，故公司银保渠道主要为邮政公司的合作渠道，邮储银行渠道业务占比较少。中邮保险公司直销渠道和团险兼代理渠道占比均处于低水平。从数据上看，中邮保险银保渠

道对保费收入的贡献度高。2019年，中邮保险银保渠道实现保费收入占全部保费收入的比例为99.42%（见表7）。

表7 保险业务营销渠道结构

单位：亿元、%

项目	2017年		2018年		2019年		2020年1—9月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
银保渠道	408.40	99.40	574.77	99.67	671.49	99.42	730.20	99.65
公司直销渠道	2.37	0.58	1.86	0.32	3.04	0.45	0.22	0.03
团险兼代理渠道	0.11	0.02	0.06	0.01	0.91	0.13	2.33	0.32
合计	410.88	100.00	576.68	100.00	675.44	100.00	732.75	100.00

注：因四舍五入效应致使合计数据存在一定误差

数据来源：中邮保险提供，联合资信整理

随着期缴保费规模的增长，2019年公司业务价值有所增长。中邮保险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%的中心假设计算，中邮保险内含价值情况见表8。近年来，随着内含价值相对较高的期缴业务的增长，中邮保险有效业务价值、新业务价值以及公司内含价值有所提升。截至2019年末，中邮保险内含价值为283.51亿元，新业务价值为8.56亿元（见表8）。

表8 内含价值情况 单位：亿元

项目	2017年	2018年	2019年
有效业务价值	22.21	39.54	65.45
公司内含价值	115.14	184.10	283.51
新业务价值	3.61	7.43	8.56

数据来源：中邮保险提供，联合资信整理

2020年以来，中邮保险坚持业务价值转型工作，通过强化渠道建设、打造核心产品体系、优化运营服务流程等工作，推进保险价值转型，市场竞争力保持较好水平。2020年1—9月，中邮保险实现原保险业务收入732.75亿元，其中传统寿险收入237.50亿元，占原保险保费收入的32.42%；分红寿险收入491.06亿元，占比为67.02%，其余为长期健康险、短期意外及健康险和少量的万能险。从保险业务营销渠道来

看，银保渠道仍为中邮保险业务主要渠道，2020年1—9月银保渠道对保险业务收入的贡献度为99.65%。2020年1—9月，中邮保险实现规模保费收入732.75亿元，其中万能险收入0.07亿元，占比低。

（2）投资业务

得益于可运用保险资金规模增长，中邮保险投资收益规模有所增长；投资业务以固定收益类投资为主，投资风险可控。

中邮保险主要由资产管理部开展投资业务。依据保险公司资产负债匹配管理的经营特点，以外部经济环境、监管政策变化和内部经营需求为基础，制定了资产配置策略并适时调整。近年来，中邮保险推进股权、不动产、境外等新渠道投资，形成多元化的资产配置体系，在尽量节约资本消耗的同时，不断提升投资收益水平，增强资金运用能力。随着保险业务的快速发展，中邮保险可运用保险资金规模逐年扩大，投资资产规模明显上升。截至2019年末，中邮保险投资资产总额1892.15亿元。

从投资资产标的来看，中邮保险以流动性管理和获得稳定收益为目标，主要投向具有稳定收益水平的固定收益类资产，投资品种为银行存款、债券、债券型基金和保险资管产品；此外，为获取超额回报，在稳健的投资策略下，中邮保险适当配置了高风险、高收益权益型产品，权益类投资占比不高。截至2019年末，中

邮保险固定收益类投资余额 1515.96 亿元，占投资资产总额的 80.12%；其中银行存款交易对手外部评级均为 AAA，集中于股份制商业银行和城市商业银行，交易对手违约风险较小；持有债券合计 368.63 亿元，以金融债和国债为主，其余为少量企业债券，持仓债券外部评级主要集中于 AAA 级；中邮保险债券型基金投资合计 189.78 亿元；中邮保险持有的保险资管产品主要投资 AA+及以上信用债，2019 年末固定收益类资管计划产品投资余额 585.54 亿元。截至 2019 年末，中邮保险债券投资未出现违约情况。权益型投资方面，中邮保险以自营投资为主，

委外投资规模占比在 10%左右。中邮保险权益型投资以价值投资为主。截至 2019 年末，中邮保险权益型投资余额 203.79 亿元，占投资资产总额的 10.77%；以权益型产品投资为主。截至 2019 年末，中邮保险不动产类投资余额 30.93 亿元，占比 1.63%，为基础设施债权计划和基础设施类股权计划。为保证流动性，中邮保险配置了一定规模的流动性资产，截至 2019 年末，流动性资产投资余额 96.58 亿元，占比为 5.10%。中邮保险将应收股利、应收利息和在途交易计入其他类投资，截至 2019 年末，中邮保险其他类投资余额 44.90 亿元（见表 9）。

表 9 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
流动性资产	121.41	13.43	144.65	10.87	96.58	5.10
货币型基金	117.16	12.96	143.29	10.77	78.49	4.15
活期存款	4.26	0.47	1.36	0.10	11.60	0.61
逆回购协议	--	--	--	--	6.50	0.34
固定收益类投资	648.82	71.77	1003.47	75.41	1515.96	80.12
银行存款	211.50	23.40	263.00	19.76	372.00	19.66
债券投资	87.23	9.65	155.67	11.70	368.63	19.48
债券型基金	130.09	14.39	188.82	14.19	189.78	10.03
资管产品	220.01	24.34	395.97	29.76	585.54	30.95
权益类投资	104.31	11.54	129.16	9.71	203.79	10.77
股票	-	-	22.49	1.69	24.57	1.30
混合型基金	27.85	3.08	28.40	2.13	41.56	2.20
资管产品	19.81	2.19	12.79	0.96	57.99	3.06
股权投资基金	41.20	4.56	43.89	3.30	49.50	2.62
未上市股权	14.45	1.60	21.59	1.62	30.17	1.59
不动产类投资	16.59	1.84	34.71	2.61	30.93	1.63
基础设施债权计划	6.25	0.69	22.50	1.69	20.91	1.10
基础设施股权计划	10.34	1.14	12.21	0.92	10.02	0.53
其他类投资	12.84	1.42	18.74	1.41	44.90	2.37
投资资产总额	903.98	100.00	1330.72	100.00	1892.15	100.00
投资收益率		4.81		4.85		4.75
行业投资收益率		5.77		4.33		4.94

注：因四舍五入效应致使合计数据存在一定误差

数据来源：中邮保险提供，联合资信整理

中邮保险投资收益以利息收入、买卖价差收入和股息分红收入为主。近年来，中邮保险投资收益率整体呈小幅波动态势，主要是由于

其投资资产结构以固定收益类品种为主，市场利率中枢不断下移。2019 年，中邮保险投资收益率为 4.75%。

2020年以来,中邮保险投资业务以优化资产配置结构,加强各普通账户资产负债匹配为目标。由于保险业务的持续发展,中邮保险进一步加大固定收益类资产的投资力度,投资资产规模较上年末有所增长。截至2020年9月末,中邮保险投资资产总额2632.35亿元,较上年末增长39.12%;投资结构方面,中邮保险资产配置较上年末基本一致,以固定收益类投资为主,债券投资未发生违约情况。2020年1—9月,中邮保险实现投资收益94.31亿元。

六、风险管理分析

中邮保险不断建立健全个险风险管理制度和体系,形成了以董事会承担最终责任的较为完善的风险管理架构。

中邮保险依照《人身保险公司全面风险管理实施指引》和《保险公司监管规则第11号:风险管理要求与评估》要求,根据集中统一管理、分级控制的管理模式,建立由董事会负最终责任、管理层直接领导,相关部门具体承担风险管理职责,覆盖各级机构、所有职能领域的全面风险管理组织体系。

中邮保险公司基于“偿二代”体系进行风险识别,采用定性和定量相结合的方式,从风险发生的可能性和影响程度两个维度进行风险评估;根据业务性质、规模和复杂程度,通过采用因子法、压力测试、历史数据分析、敏感性分析等技术方法进行风险计量,并针对不同类型的风险,选择风险自留、规避、缓释、转移等风险应对工具。根据整体风险情况,建立关键风险指标体系监控风险变化和开展风险管理,并在此基础上建立风险预警体系,及时发现并化解经营中的风险。近年来,中邮保险不断完善风险管理基本制度与流程,修订《风险管理办法》《风险偏好体系管理办法》《风险管理信息系统管理实施细则》等制度和流程,进一步完善了风险管理制度,细化各级风险管理组织的有关职责及管理流程。此外,

中邮保险持续构建以全流程风险防范为原则的自办保险风险联动管控体系,通过完善风险联动管控组织体系,构建销售风险联动管控体系、运营风险管理体系和操作风险防范体系,持续加强风险防范能力。

1. 保险风险管理

中邮保险不断完善保险风险管理措施,整体保险风险可控。中邮保险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。中邮保险制定了《保险风险管理办法》等管理制度,涵盖产品开发、核保、理赔、产品管理、准备金评估、再保险管理等环节,明确了各环节责任人审批流程,确定保险风险容忍度及风险限额,建立保险风险监测机制,按季度对保险风险容忍度和限额进行监测和计量。

保险风险管理方面,中邮保险从产品源头防范风险,在产品的设计开发阶段,合理审慎确定定价假设,通过对利润和价值的压力测试,坚持不开发新业务价值率为负、当年利润为负的双亏产品;在产品上市后,每半年进行回溯分析产品运营情况,评估精算假设与实际经验偏差带来的影响,采取必要的产品升级、停售等措施。

近年来,中邮保险业务死亡率、赔付率等与定价假设差异较小,损失发生风险变化不大。中邮保险保单结构调整初显成效,随着保单结构的调整,中邮保险13个月保单继续率整体呈上升趋势,综合退保率逐年下降。截至2019年末,中邮保险13个月保单继续率为95.41%,综合退保率为6.91%,随着保险产品期限结构的调整,新保业务以中长期产品为主,未来保险风险仍处于可控范围内(见表10)。

表10 续保、退保情况 单位: %

项目	2017年末	2018年末	2019年末	2020年9月末
13个月继续率(银保)	93.73	95.17	95.41	94.90
综合退保率	9.97	9.57	6.91	1.01

数据来源:中邮保险提供资料,联合资信整理

中邮保险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，包括死亡率、发病率、费用以及退保率等。近年来，随着长期保单占比的增长，中邮

保险计提的保险责任准备金有所增长，与保险业务收入占比有所提升。2019年，中邮保险计提保险责任准备金474.43亿元，占保险业务收入的70.24%（见表11）。

表11 保险责任准备金计提情况

单位：亿元、%

项目	2017年	2018年	2019年	2020年1—9月
年末保险合同准备金余额	785.07	1120.59	1612.05	2260.98
当年提取保险责任准备金	133.18	330.16	474.43	655.56
提取的保险责任准备金/保险业务收入	32.42	57.26	70.24	89.47

注：1.保险合同准备金包括未到期责任准备金、未决赔款准备金、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：中邮保险审计报告，联合资信整理

2. 投资风险

中邮保险投资策略较为稳健，投资资产质量较好，投资业务面临的信用风险处于可控范围。未来，随着可运用资金规模的不断增长，且在当前资本市场信用事件频发的环境下，联合资信将持续关注中邮保险资金投向及投资资产质量变化情况。

投资风险是指为了防范化解在投资决策、投资运营等环节可能出现的各类风险。中邮保险制定并完善了《交易对手管理办法》《交易对手授信管理实施细则》《信用风险管理细则》《信用风险限额管理细则》《市场风险管理细则》和《信用风险跟踪与监测实施细则》等制度，不断建立完善投资风险管理组织架构和制度体系。公司对交易对手进行信用评估并定期进行跟踪、开展市场风险、信用风险监测，建立风险监测和分析模型，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

中邮保险通过交易对手准入和信用限额管理措施，加强和完善公司信用风险管理。信用风险是指公司的债务人或交易对手到期未能支付本金或利息而引起经济损失的风险。中邮保险建立了内部信用评级机制，加强对交易对手管理，并建立信用风险跟踪和监测体

系，对资产组合信用风险敞口进行统计和分析。

近年来，中邮保险严控交易对手准入，修订《交易对手管理办法》《交易对手信评和授信管理实施细则》等多项制度，建立基础库、核心库双层准入机制，完善评级方法及标准，提升信评和授信科学性、合理性；同时加强对非标类债项的风险合规管控，建立债项评级方法和标准，进行分级额度管控；此外在适度增加信用风险总量的同时，实现信用风险资产组合在不同行业、区域、交易对手之间的适度分散；通过从单一产品、单一主体和信用等级等方面设定集中度限额，防范信用风险；此外，加强投后管理，通过信用评级和风险管理限额管理，判断交易对手风险状况。

从投资产品来看，中邮保险投资资产中固定收益类产品占比较高，主要包括固定收益类资产管理产品、银行存款、债券型基金和债券投资；债券投资包括政府债、金融债和企业债券等，持有的金融债券以政策性金融债和外部评级在AA+的金融债为主，并持有少量规模外部评级为AAA的企业债券。存款交易对手主要为国有商业银行及股份制商业银行，交易对手违约风险较小；固定收益类资产管理产品方面，中邮保险资产管理计划产品底层资产以债券为主。整体看，中邮保险投资策略较为稳健，信用风险保持在较好水平。

中邮保险加强再保险安排，主要与中国人寿再保险股份有限公司、慕尼黑再保险公司北京分公司和瑞士再保险股份有限公司北京分公司开展进行合作，交易对手的综合偿付能力及核心偿付能力充足率均远高于监管标准，信用风险可控。

(2) 市场风险管理

中邮保险通过资产负债管理监测市场风险，并运用多种金融工具其面临的市场风险进行测算，目前面临的市场风险可控。

市场风险是指由于利率、权益价格、房地产价格、汇率等不利变动，导致遭受非预期损失的风险。中邮保险根据投资资产和负债的特点，采用情景分析、在险价值和压力测试等方法准确计量、监测公司面临的市场风险，同时，采用有效的资产负债管理方法，适时调整资产负债结构。

外汇风险是指因汇率变动产生损失的风险。中邮保险外汇风险主要为以美元及港币购买的外币投资资产。截至2019年末，如果外币对人民币汇率升值或贬值幅度达5%，对税前利润影响0.06亿元，对其他综合收益影响0.82亿元。

价格风险是指因股权型投资价格的不稳定性而引起。中邮保险通过多样化投资组合分散价格风险。根据中邮保险测算，截至2019年末，假设公司所有股权型投资的价格提高或降低10%，其他综合收益将因可供出售金融资产中的股权型投资公允价值的变动而增加或减少33.92亿元。中邮保险价格风险面临一定管理压力。

利率风险是指因市场利率的变动而使金融工具的价值变动的风险。根据中邮保险测算，2019年末，假设人民币利率上升50个基点，对税前利润影响0.06亿元，对其他综合收益减少4.92亿元。中邮保险面临的利率风险可控。

3. 流动性风险管理

中邮保险推动保险业务向长期型、保障型业务转型，通过加强资产负债匹配管理和调整投资资产结构以提升流动性水平，中邮保险短期流动性风险可控。

流动性风险是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。由于人身保险公司存在部分保单允许退保、减保或以其他方式提前终止保单的情况，中邮保险面临的主要流动性风险源于保险合同的有关退保及各种赔款，中邮保险通过匹配投资资产的期限与对应保险责任的到期日管理流动性风险，以确保能及时偿还债务并未投资活动提供资金。中邮保险以金融资产的到期现金流再投资用于弥补未来流动性的敞口。

中邮保险业务推进业务转型发展，业务结构以中长期保险产品为主，但保费收入中银保渠道占比较高，会受到市场环境变化及突发事件影响。为此，中邮保险建立与流动性风险特点相适应的组织体系，形成由董事会负最终责任、管理层直接领导，相关职能部门配合，并覆盖所有业务环节的流动性风险管理组织体系。中邮保险通过加强流动性风险监测，重点关注监管政策、业务规模、产品结构、销售渠道和节奏等因素对流动性的影响，有效识别可能引发流动性风险的重大风险因素，使其业务发展、结构及速度满足业务现金流要求；同时，通过统筹日间资金头寸控制和月度滚动预测，定期开展现金流压力测试，提升现金流预测精准度，强化资金应急预案和资产负债匹配管理，以保证现金流的安全。

在资产负债管理方面，中邮保险初步建立资产负债管理运行机制，按季评估，动态优化；优化资产负债管理流程，细化分账户资产负债匹配管理，强化资金运用等重大事项的资产负债评估。截至2019年末，中邮保险资产端久期拉长至5.59年，负债端久期拉长至6.45年。

七、财务分析

中邮保险提供了 2017—2019 年及 2020 年第三季度财务报表及偿付能力报告，中审众环会计事务所（特殊普通合伙）对 2017 年财务报表及偿付能力报告进行了审计，普华永道中天会计师事务所（特殊普通合伙）对 2018—2019 年财务报表及偿付能力报告进行了审计，并出具了标准无保留的审计意见。2020 年第三季度偿付能力报告未经审计。

1. 盈利能力

随着寿险业务规模的增长，中邮保险已赚保费和投资收益规模保持增长；同时中邮保险业务结构的调整以及渠道优势，中邮保险赔付支出有所下降且成本控制水平较好，整体盈利处于较好水平。

中邮保险营业收入主要由已赚保费和投资收益构成。近年来，中邮保险加大分红和传统寿险营销力度，推进价值型增长，营业收入和已赚保费保持较快增长。投资收益方面，中邮保险投资收益以买卖价差收入和定期存款利息收入为主，得益于投资资产规模的增长和较好的资金运用策略，中邮保险投资收益实现稳步增长。2019 年，中邮保险实现营业收入 748.20 亿元，其中已赚保费 666.58 亿元，占营业收入的 89.09%；投资收益 80.51 亿元，占营业收入的 10.76%（见表 12）。

中邮保险营业支出包括退保金、赔付支出、提取保险责任准备金、手续费及佣金支出和业务及管理费等。近年来，随着业务结构的优化，中邮保险中短存续期产品存量占比的下降，带动退保金规模和综合退保率均有所下降。中邮保险赔付支出包括满期给付、年金给付、赔款支出和死伤医疗给付。近年来，中邮保险赔付支出整体呈下降趋势，主要是满期给付下降所致。提取保险责任准备金方面，中邮保险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，受分红寿险和传统寿险业务规模增长，中邮保险加大了寿险责任准备金提取规模，提取保险责任准备金规模逐年增长；2019 年，中邮保险提取保险责任准备金 481.94 亿元。从成本管控方面来看，得益于中国邮政的网点及渠道优势，中邮保险成本管控处于行业较好水平；2019 年中邮保险综合费用率为 6.32%，手续费及佣金率为 3.07%。

表 12 收益情况 单位：亿元、%

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 1—9 月
营业收入	451.63	628.87	748.20	820.95
已赚保费	410.32	569.82	666.58	726.33
保险业务收入	410.79	576.63	675.41	732.69
投资收益	41.22	59.14	80.51	94.31
营业支出	447.67	623.01	732.72	805.37
退保金	170.62	130.38	123.68	23.64
赔付支出	110.69	115.88	76.60	59.54
提取保险责任准备金	132.95	336.60	481.94	662.16
手续费及佣金支出	13.49	17.99	20.77	31.31
业务及管理费	9.86	12.99	13.50	10.59
净利润	3.80	5.21	16.88	15.48
综合退保率	9.97	9.57	6.91	1.01
综合费用率	5.73	6.59	6.32	--
手续费及佣金率	3.28	3.12	3.07	--
总资产收益率	0.44	0.44	1.01	--
净资产收益率	3.96	3.80	8.05	--

数据来源：中邮保险审计报告，联合资信整理

从盈利能力情况来看，得益于保险业务快速发展、价值转型初显成效以及投资收益稳步提升以及成本控制能力较好的影响，中邮保险净利润快速增长，盈利能力有所提升。2019 年，中邮保险实现净利润 16.88 亿元，总资产收益率为 1.01%，净资产收益率为 8.05%。

2020 年前三季度，中邮保险实现营业收入 820.95 亿元，其中已赚保费 726.33 亿元，投资收益 94.31 亿元；营业支出 805.37 亿元，其中退保金 23.64 亿元，提取保险责任准备金 662.16 亿元；实现净利润 15.48 亿元。

2. 流动性

中邮保险短期流动性风险可控，且资产负债错配期限处于较短水平；本期资本补充债的发行将有助于缓解其转型期业务拓展带来的资本约束。

从资产负债期限匹配情况来看，近年来，公司推动价值转型，不断发展中长期产品，负债久期持续增长；在资产端，公司为降低错配期限，相应加大投资资产久期，截至2020年9月末，公司资产平均久期为6.18年，负债平均久期为7.54年，久期缺口为1.36年，久期缺口较小，目前公司资产负债期限错配风险较小。但联合资信注意到，随着公司长期险保险产品

的不断发展，且在当前市场环境下，国内资本市场长期资产供给不足，公司需关注资产负债期限错配风险。未来，公司将持续加强资产流动性管理，适当选择并持有久期较长的资产，使其资产负债在期限和收益上达到较好的匹配。

从资产构成来看，公司持有的流动性较高的可快速变现资产主要包括货币资金、可供出售金融资产（扣除未上市股权投资）和定期存款等。近年来，公司可快速变现资产规模呈稳步增长趋势，占资产总额的比重保持在较高水平。截至2020年9月末，公司可快速变现资产余额2126.54亿元，占资产总额的79.49%（见表13）。短期来看，公司整体流动性状况较为稳定。

表 13 主要流动性指标

单位：亿元、%

项目	2017 年末	2018 年末	2019 年末	2020 年 9 月末
可快速变现资产	792.70	1209.52	1625.62	2126.54
可快速变现资产/资产总额	83.79	85.26	84.49	79.49
未来 3 个月的综合流动比率	135	111	-270	-8302
流动性覆盖率（压力情景 1）	773	610	3168	2596
流动性覆盖率（压力情景 2）	832	639	3250	2862

数据来源：中邮保险审计报告及偿付能力报告，联合资信整理

近年来，中邮保险中短存续期业务价值转型取得较好效果，退保金规模呈逐年下降趋势，退保率逐年下降，均符合产品设计的退保率假设。2017—2019年，中邮保险短期流动性比率及流动性覆盖率等指标结果良好。根据中邮保险精算假设及2020年第三季度流动性压力测试结果显示：在基本情境下，中邮保险未来4个季度及后两年净现金流无缺口；同时，中邮保险按照资产负债现金流和久期匹配的原则进行资产配置，已充分考虑未来的现金流情况，并建立现金流预警机制且同时在投资已考虑资产的可变现性，故截至2020年第三季度末公司流动性保持充裕。2019年第三季度，中邮保险3个月内综合流动比率为-8302%，主要是由于负债端寿险责任准备金未来三个月内现金流呈流入状态。公司情景压力测试下的流动性覆盖率均处于较好水平，各项流动性风险指标较好，流动性资产配置充足；根据中邮保

险情景压力测试显示，公司现有流动性资产储备能够应对未来期间的各项资金需求，流动性风险在可控范围内。

3. 资本充足性

中邮保险资产及负债认可规模较大，资产认可度较高，高风险资产规模较小，资产安全性较好；但考虑到中邮保险业务发展较快，公司或将面临一定资本补充压力。

在资本补充方面，中邮保险主要通过增资扩股和利润留存的方式。中邮保险成立于2009年，注册资本5.00亿元；分别于2011年、2013年、2014年、2016年、2017年、2018年和2019年，分别增加注册资本15.00亿元、20.00亿元、25.00亿元、15.00亿元、20.00亿元、50.00亿元和65.00亿元。截至2019年末，中邮保险实收资本215.00亿元，所有者权益为252.98亿元。

认可负债方面，由于中邮保险保户储金及投资款规模较小，认可负债主要为准备金负债，认可负债结构较好。近年来，由于中邮保险中长期保险业务规模快速增长，提取保险责任准备金规模增速加快，使其认可负债规模明显增长。认可资产方面，中邮保险认可资产主要为投资资产、活期存款及流动性管理工具。得益于保险业务的较好发展，中邮保险可运用资金规模快速增长，投资资产规模增速较快，带动认可资产规模大幅增加。截至 2019 年末，中邮保险认可负债余额 1685.52 亿元，认可资产余额 1924.91 亿元；认可资产负债率为 87.56%（见表 14）。总体看，中邮保险资产及负债认可规模较大，资产认可度较高，高风险资产规模较小，资产安全性较好。

受认可资产的快速增长以及股本的增加，中邮保险实际资本较快增长。截至 2019 年末，

中邮保险实际资本为 239.40 亿元。近年来，随着中邮保险业务的快速发展，同时投资资产快速增长，面临的市场风险最低资本规模有所增长，致使其最低资本有所增长。截至 2019 年末，中邮保险最低资本为 148.84 亿元。截至 2019 年末，中邮保险的核心偿付能力充足率和综合偿付能力充足率均为 160.84%。考虑到中邮保险业务的快速发展，公司或将面临一定资本补充压力。

2020 年三季度末，随着市场风险最低资本规模增长影响，公司最低资本规模持续增长，但随着业务的快速发展，公司偿付能力充足水平较上年末有所下降，核心偿付能力充足率和综合偿付能力充足率分别为 108.88% 和 137.64%，考虑到其业务的快速发展，公司面临一定的资本补充压力。若本期资本补充债券发行成功后，将对资本起到一定的补充作用，综合偿付能力状况将得到进一步改善。

表 14 偿付能力情况

单位：亿元、%

项目	2017 年末	2018 年末	2019 年末	2020 年 9 月末
资产总额	940.95	1419.47	1923.95	2675.11
负债总额	833.14	1253.05	1670.97	2417.09
认可资产	940.72	1413.76	1924.91	2675.85
认可负债	836.45	1247.29	1685.52	2388.72
实际资本	104.27	166.47	239.40	287.13
其中：核心一级资本	89.31	151.47	239.40	227.14
最低资本	62.32	99.49	148.84	208.61
认可资产负债率	88.92	88.23	87.56	89.27
核心偿付能力充足率	143.30	152.26	160.84	108.88
综合偿付能力充足率	167.31	167.33	160.84	137.64
综合偿付能力充足率（行业平均水平）	245	241	240.70	--

注：行业平均综合偿付能力充足率数据来源 wind

数据来源：中邮保险偿付能力报告，联合资信整理

八、本期债券偿付能力分析

本期债券为中邮保险拟发行 40 亿元的资本补充债券，债券本金的清偿顺序和利息支付顺序列于保单责任和其他普通负债之后，股权资本等核心资本工具之前；本期债券与发行人已发行的与本期债券偿还顺序相同的其他次级债务处于同一清偿顺序，与未来可能发行的与本期债券偿还顺序相同的次级定期债务、资

本补充债券等资本补充工具同顺位受偿；发行人无法如约支付本息时，该资本工具的权益人无权向法院申请对保险公司实施破产。

截至 2020 年末，公司应付债券本金 120 亿元，公司本期资本补充债券发行金额为 40 亿元，如果本期资本补充债券发行成功，发行后公司应付债券本金合计为 160 亿元，综合偿付能力充足率将由 167.33% 提升至 186.03%。预计本期债券

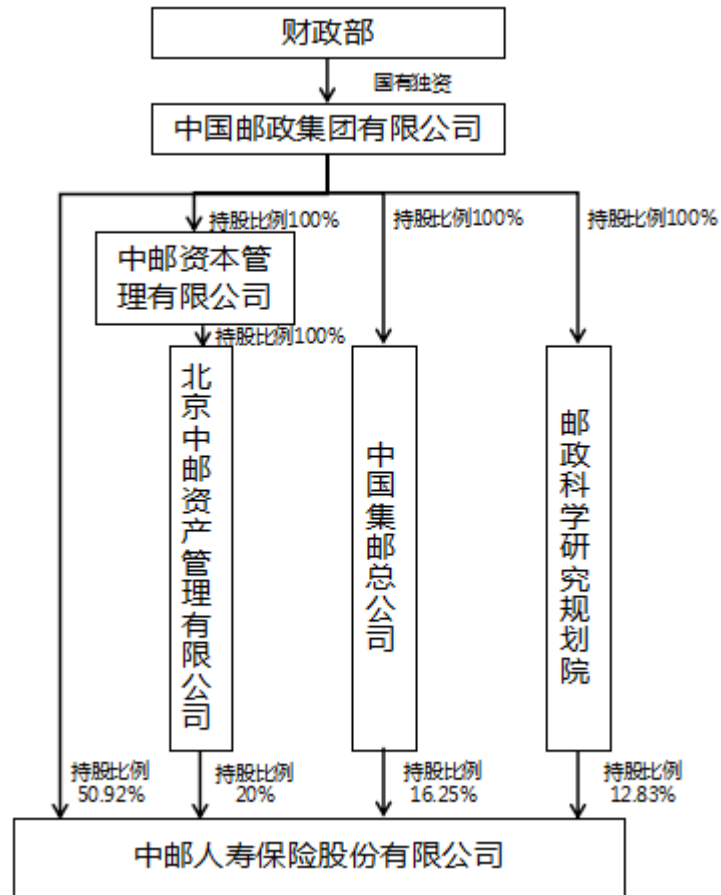
成功发行后，利息支出对公司盈利将造成一定压力，但付息能力不会受到实质性的影响。

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

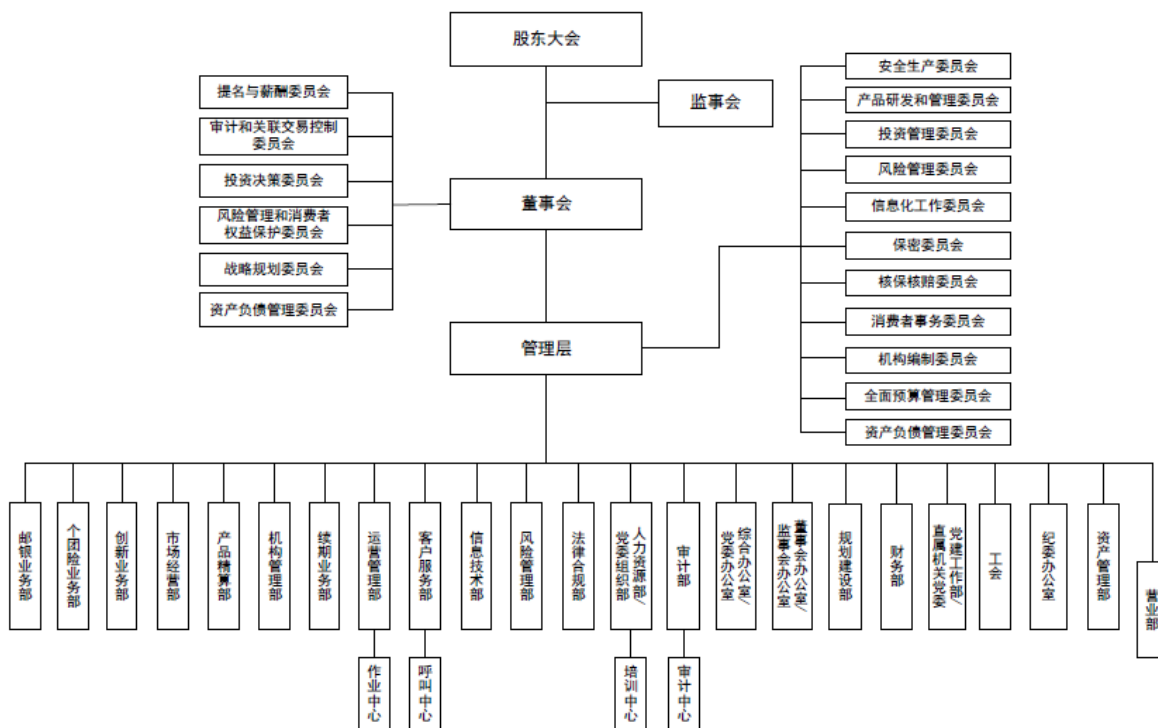
九、结论

综合上述对中邮保险公司治理、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，在未来一段时间内中邮保险信用水平将保持稳定。

附录 1 2020 年 9 月末股权结构图



附录 2 2020 年 9 月末组织架构图



附录3 同业对比表

2019年指标	阳光人寿	建信人寿	人保寿险	中邮保险
总资产	2661.62	1771.97	4403.64	1923.95
所有者权益	317.74	128.44	421.78	252.98
保险业务收入	481.18	297.42	981.37	675.41
原保险保费收入市场份额	1.62	0.99	3.31	2.28
营业收入	624.40	324.39	1179.01	748.20
净利润	33.98	7.57	32.13	16.88
平均净资产收益率	11.37	6.50	8.77	8.05
综合偿付能力充足率	215.25	412.81	243.80	160.84
核心偿付能力充足率	194.76	412.81	211.47	160.84

注：“阳光人寿”为“阳光人寿保险股份有限公司”简称；“建信人寿”为“建信人寿保险股份有限公司”简称；“人保寿险”为“中国人保人寿保险股份有限公司”简称

数据来源：各公司公开年报、Wind、中国银行保险监督管理委员会

附录 4 人寿保险公司主要财务指标计算公式

指标	计算公式
投资类资产	交易性金融资产+衍生金融资产+买入返售金融资产+定期存款+可供出售金融资产+持有至到期投资+贷款及应收款项类投资+保户质押贷款+长期股权投资+投资性房地产+拆出资金+存出资本保证金+其他资产中投资性房地产计入存货部分金额
可快速变现资产	货币资金+交易性金融资产+买入返售金融资产+可供出售金融资产(扣除未上市股权投资)+一年内到期的定期存款
手续费及佣金率	手续费及佣金支出/保险业务收入×100%
综合费用率	(分保费用+税金及附加+手续费及佣金支出+业务及管理费-摊回分保费用) / (保险业务收入-分出保费) ×100%
平均投资资产收益率	(投资收益+公允价值变动损益-投资类资产的资产减值损失) / 投资类资产平均资金占用×100%
实际资本	认可资产-认可负债
认可资产负债率	认可负债/认可资产×100%
资产认可率	资产净认可价值/资产账面价值×100%
综合偿付能力充足率	实际资本/最低资本×100%
核心偿付能力充足率	核心资本/最低资本×100%
准备金赔付倍数	年末保险准备金余额 / (当年赔付支出+当年退保金) ×100%
赔付率	(赔付支出-摊回赔付支出+提取保险责任准备金-摊回保险责任准备金+提取保费准备金) / 已赚保费×100%
退保率	本期退保金 / (期初寿险责任准备金+期初长期健康险责任准备金+本期期交保费收入) ×100%
总资产收益率	净利润 / [(期初资产总额+期末资产总额) / 2] ×100%
净资产收益率	净利润 / [(期初净资产总额+期末净资产总额) / 2] ×100%
股东权益/资产总额	股东权益/资产总额×100%

附录 5-1 保险公司主体长期信用评级的等级设置及其含义

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

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

附录 5-2 保险公司中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信保险公司债券中长期信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

附录 5-3 评级展望设置及其含义

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

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

联合资信评估股份有限公司关于 中邮人寿保险股份有限公司 2021 年资本补充债券（第一期）的跟踪评级安排

根据相关监管法规和联合资信有关业务规范，联合资信将在本期债项信用等级有效期内持续进行跟踪评级，跟踪评级包括定期跟踪评级和不定期跟踪评级。

中邮人寿保险股份有限公司应按联合资信跟踪评级资料清单的要求及时提供相关资料。联合资信将在本期债项评级有效期内每年至少完成一次跟踪评级，于每年 7 月 31 日前发布跟踪评级结果和报告。同时，每季度出具一次跟踪评级信息公告。

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

如中邮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中邮人寿保险股份有限公司或本期债项信用等级变化情况做出判断，联合资信可以终止评级。

联合资信将指派专人及时与中邮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。