

信用评级公告

联合〔2021〕2404号

联合资信评估股份有限公司通过对合众人寿保险股份有限公司及其拟发行的 2021 年资本补充债券的信用状况进行综合分析和评估，确定合众人寿保险股份有限公司主体长期信用等级为 AA，合众人寿保险股份有限公司 2021 年资本补充债券【不超过人民币 20 亿元(含 20 亿元)】信用等级为 AA⁻，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

二〇二一年四月十四日



合众人寿保险股份有限公司

2021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

2021年4月14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)	831.59	844.36	1022.86	1187.49
负债总额(亿元)	777.75	783.83	955.03	1115.93
保险合同准备金(亿元)	457.76	478.24	555.67	672.31
股东权益(亿元)	53.84	60.53	67.83	71.56
注册资本(亿元)	42.83	42.83	42.83	42.83
核心偿付能力充足率(%)	108.27	152.65	143.33	134.53
综合偿付能力充足率(%)	161.61	197.55	174.91	162.26
项目	2017年	2018年	2019年	2020年1-9月
营业收入(亿元)	268.67	169.57	211.59	209.12
已赚保费(亿元)	232.24	147.67	167.69	163.41
净利润(亿元)	1.02	-8.50	5.01	8.26
投资收益(亿元)	31.04	18.05	40.30	37.75
投资资产收益率(%)	4.58	2.33	4.34	--
综合退保率(%)	18.56	16.85	9.27	--
综合费用率(%)	22.06	27.97	27.17	--
手续费及佣金率(%)	10.06	10.39	11.11	--
总资产收益率(%)	0.12	--	0.54	--
净资产收益率(%)	1.78	--	7.81	--

注：2020年1—9月财务数据未经审计
数据来源：合众人寿提供资料，联合资信整理

分析师

王柠 盛世杰 袁宇豪

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)

评级观点

联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）对合众人寿保险股份有限公司（以下简称“合众人寿”或“公司”）的评级反映了公司在全国范围内营销网络广泛、个险渠道持续较快发展、保险业务结构不断优化等方面的优势。同时，联合资信也关注到，合众人寿业务渠道较为单一、受趸缴业务规模下降影响保险业务收入整体有所下降、业务的持续发展或使其未来资本面临一定压力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，合众人寿将坚持价值成长，推动高质量、高价值业务的发展，加大中长期保障型产品的拓展力度，推动业务健康可持续发展，业务结构有望进一步优化。另一方面，公司盈利情况有所波动，未来盈利的持续性和稳定性情况尚待关注。此外，保险费率改革、市场竞争的加剧、市场环境的不确定性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，联合资信评估股份有限公司确定合众人寿保险股份有限公司主体长期信用等级为AA，拟发行的2021年资本补充债券【不超过人民币20亿元（含20亿元）】信用等级为AA-，评级展望为稳定。该评级结论反映了合众人寿保险股份有限公司本期资本补充债券的违约风险很低。

优势

- 1. 个险渠道发展较好。**公司在全国范围内的营销网络覆盖广泛，近年来个险营销渠道保持较好发展，个险渠道占比及对保险业务收入贡献度有所提升。
- 2. 业务品质逐步提升。**近年来，公司积极推动业务价值转型，大力拓展中长期期缴业务，险种期限结构持续改善，期缴业务规

模大幅提升，保单品质和业务价值逐步提升。

3. **盈利水平有所提升。**2019年，公司保险业务发展整体向好，并实现了较好的投资收益，盈利水平较之前年度有所提升。
4. **保险行业市场前景较好。**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

1. **公司治理有待提升。**公司监事会成员存在空缺情况，对公司业务经营稳定性的影响有待观察，公司治理机制有待完善。
2. **渠道多元化程度有待进一步拓展。**公司保险业务销售对于个险渠道的依赖度仍高，直销、团险、网销等渠道贡献度较低，渠道多元化程度仍有待提升。
3. **投资资产质量变化需关注。**公司投资资产中商业地产和不动产投资规模较大，且部分投资已出现违约，相关信用风险需持续关注。
4. **股权质押比例较高，对公司股权稳定性形成影响。**公司股权质押比例较高，需关注后续压降情况及股权稳定性情况。
5. **寿险行业发展面临一定外部压力。**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。
6. **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，有一定的劣后受偿风险，合众人寿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合众人寿实施破产清偿。

声 明

一、本报告引用的资料主要由合众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。

合众人寿保险股份有限公司

2021年资本补充债券信用评级报告

一、主体概况

合众人寿保险股份有限公司（以下简称“合众人寿”或“公司”）成立于2005年1月，是由北京永泰房地产开发有限责任公司（以下简称“永泰房地产”）等6家民营企业于发起设立的一家综合性人寿保险公司，初始注册资本为3.00亿元。经多次增资扩股及股权转让后，截至2020年9月末，公司注册资本为42.8277亿元，均为实收资本，股东包括5家民营企业和1家外资（日本）人寿保险公司，单一最大股东为中发实业（集团）有限公司（以下简称“中发实业集团”），无实际控制人，股东持股情况见表1。

表1 2020年9月末股东持股情况 单位：%

序号	股东名称	持股比例
1	中发实业（集团）有限公司	46.056
2	斯迈特投资有限责任公司	18.478
3	西藏德凡创业投资管理有限公司	13.865
4	西藏楚汉经贸有限公司	13.859
5	西藏天信杰科技有限公司	4.435
6	太阳生命保险株式会社	3.307
合计		100.00

数据来源：合众人寿提供，联合资信整理

合众人寿的经营范围：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。

截至2020年9月末，合众人寿开业机构共有627家，其中包括湖北、山东、北京、黑龙江、浙江、湖南、安徽、河南等27家分公司，187家中心支公司和414家营销服务部；共有员工6089人，其中总公司员工708人，分公司员工5381人。

截至2019年末，合众人寿资产总额1022.86亿元，其中投资资产942.57亿元；负债总额955.03亿元，其中保险合同准备金合计555.67

亿元；股东权益67.83亿元；实际资本184.14亿元，核心偿付能力充足率为143.33%；综合偿付能力充足率均为174.91%。2019年，合众人寿实现营业收入211.59亿元，其中已赚保费167.69亿元，投资收益40.30亿元；净利润5.01亿元。

截至2020年9月末，合众人寿资产总额1187.49亿元，其中投资资产1132.56亿元；负债总额1115.93亿元，其中保险合同准备金合计672.31亿元；股东权益71.56亿元；实际资本194.25亿元，核心偿付能力充足率为134.53%；综合偿付能力充足率均为162.26%。2020年1—9月，合众人寿实现营业收入209.12亿元，其中已赚保费163.41亿元，投资收益37.75亿元；净利润8.26亿元。

合众人寿注册地址：湖北省武汉市江汉区沿江一号MALL写字楼B座11F、12F。

合众人寿法定代表人：戴皓。

二、本期债券概况

1. 本期债券概况

合众人寿拟发行不超过人民币20亿元（含20亿元）资本补充债券，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、营运环境分析

1. 宏观政策环境和经济运行情况

2020 年, 新冠肺炎疫情全球大流行, 对各国经济和贸易造成严重冲击, 全球经济陷入深

度衰退。我国宏观政策加大逆周期调节力度对冲疫情负面影响, 以“六稳”“六保”为中心, 全力保证经济运行在合理区间。财政政策更加积极有为, 通过减税降费、增加政府债务扩大支出等措施稳企保岗, 支持“两新一重”领域基建, 提高有效投资。稳健的货币政策更加灵活, 维护市场流动性合理充裕, 引导 LPR 下行, 降低企业信贷成本; 创设货币政策工具支持小微企业信用贷款和存量贷款延期还本付息, 为小微企业信贷融资创造良好环境。

在此背景下, 我国 2020 年一季度 GDP 下降 6.80%, 二季度疫情得到迅速控制, 此后进入常态化防控, 各季度增速分别为 3.20%、4.90% 和 6.50%, 经济逐季复苏, 全年累计增长 2.30%, 成为全球主要经济体中唯一实现正增长的国家, GDP 首次突破百万亿大关。2020 年下半年我国经济复苏强劲, 主要是受到超预期的外贸出口及投资的拉动, 但消费在局部地区疫情影响下恢复较慢。

表 2 2016—2020 年中国主要经济数据

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年
GDP (万亿元)	74.64	83.20	91.93	98.65	101.60
GDP 增速 (%)	6.85	6.95	6.75	6.00	2.30
规模以上工业增加值增速 (%)	6.00	6.60	6.20	5.70	2.80
固定资产投资增速 (%)	8.10	7.20	5.90	5.40	2.90
社会消费品零售总额增速 (%)	10.40	10.20	8.98	8.00	-3.90
出口增速 (%)	-1.90	10.80	7.10	5.00	4.00
进口增速 (%)	0.60	18.70	12.90	1.70	-0.70
CPI 增幅 (%)	2.00	1.60	2.10	2.90	2.50
PPI 增幅 (%)	-1.40	6.30	3.50	-0.30	-1.80
城镇失业率 (%)	4.02	3.90	4.90	5.20	5.20
城镇居民人均可支配收入增速 (%)	5.60	6.50	5.60	5.00	1.20
公共财政收入增速 (%)	4.50	7.40	6.20	3.80	-3.90
公共财政支出增速 (%)	6.40	7.70	8.70	8.10	2.80

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. 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, 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

资料来源: 联合资信根据国家统计局和 Wind 数据整理

投资和净出口为拉动 GDP 增长的主要动力, 消费拖累全年经济增长。2020 年, 社会消费品零售总额 39.20 万亿元, 同比下降 3.90%,

为改革开放 40 多年来首次出现负增长。投资方面, 2020 年固定资产投资完成额 51.89 万亿元, 同比增长 2.90%。其中制造业投资下降 2.20%,

为历史同期最低水平；基础设施建设投资（不含电力）增速为 0.90%，较上年（3.80%）大幅下滑，处历史低位；房地产开发投资增速为 7.00%，较上年（9.90%）有所下滑，是投资增长的主要支撑。外贸方面，2020 年货物进出口总额 32.16 万亿元，同比增长 1.90%，外贸规模创历史新高。其中，出口额 17.93 万亿元，同比增长 4.00%；进口额 14.22 万亿元，同比下降 0.70%。进出口顺差 3.71 万亿元，较上年（2.91 万亿元）大幅增加。2020 年我国对东盟、欧盟、美国、日本进出口额分别为 4.74 万亿元、4.50 万亿元、4.06 万亿元和 2.20 万亿元，分别增长 7.00%、5.30%、8.80% 和 1.20%，东盟成为我国最大贸易伙伴，对美国贸易快速增长。2020 年经济恢复主要源于投资和外贸的正向拉动。

工业企稳回升，服务业持续改善。2020 年全国规模以上工业增加值同比增长 2.80%，在上半年大幅下降的情况下取得了全年的正增长。2020 年工业企业利润总额同比增长 4.10%，较上年（-3.30%）转降为升。2020 年服务业生产从 4 月份开始逐月改善，其中信息传输、软件和信息技术等现代服务业保持较快增长（同比增长 16.90%），主要受疫情影响下线上教学、办公、购物需求大幅上升的拉动。1—11 月全国规模以上服务业企业营业收入累计同比增长 1.60%，较上年同期增幅（9.40%）明显回落，服务业企业经营效益处于较低水平。2020 年国民经济第一产业、第二产业和第三产业增加值分别同比增长 3.00%、2.60% 和 2.10%，其中第三产业增加值同比增长较上年（7.20%）回落幅度最大，对 GDP 累计同比的贡献率（47.30%）也大幅下降 16.20 个百分点，主要是疫情对服务业的冲击较大之故。

居民消费价格指数涨幅回落，生产者价格指数同比降幅扩大。2020 年，居民消费价格指数（CPI）累计同比上涨 2.50%，涨幅较上年（2.90%）有所回落，其中食品价格上涨 10.60%，涨幅比上年回升 1.40 个百分点；非食品价格上涨 0.40%，涨幅比上年回落 1.00 个百分点。核

心 CPI（不包括食品和能源）温和上涨 0.80%，涨幅比上年回落 0.80 个百分点。2020 年工业生产者出厂价格指数（PPI）累计同比下降 1.80%，工业生产者购进价格指数（PIRM）累计同比下降 2.30%，降幅较上年（-0.30% 和 -0.70%）均显著扩大。

社会融资规模增量逐季下降，M2 增速显著上升。截至 2020 年底，社会融资规模存量 284.83 万亿元，同比增长 13.30%，增速较上年末（10.69%）显著提高，为实体经济提供了有力的金融支持。从增量上看，2020 年新增社会融资规模 34.86 万亿元，比上年多增 9.29 万亿元。分季看，各季度社融增量分别为 11.11 万亿元、9.76 万亿元、8.75 万亿元和 5.25 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，截至 2020 年底，M2 余额 218.68 万亿元，同比增长 10.10%，较上年末增速（8.70%）显著上升。同期 M1 余额 62.56 万亿元，同比增长 8.60%，较上年末增速（4.40%）大幅提高，说明货币政策逆周期调节的力度较大。

财政收入大幅下降、收支缺口更趋扩大。2020 年，全国一般公共预算收入 18.29 万亿元，同比下降 3.90%，降幅逐季收窄，下降幅度依然较大。其中税收收入 15.43 万亿元，同比下降 2.30%；非税收入 2.86 万亿元，同比下降 11.70%。2020 年一般公共预算支出 24.56 万亿元，同比增长 2.80%，增幅较上年（8.10%）显著下滑。其中社会保障与就业支出 3.26 万亿元，同比增长 10.90%；卫生健康支出 1.92 万亿元，同比增长 15.20%；债务付息 0.98 万亿元，同比增长 16.40%。以上财政支出项目增长显著，主要受疫情及疫情防控影响，同时也表明政府债务付息大幅增加。2020 年财政收支缺口 6.27 万亿元，上年缺口为 4.85 万亿元，受疫情冲击的特殊影响，2020 年财政收支缺口更趋扩大。2020 年全国政府性基金收入 9.35 万亿元，同比增长 10.60%，较上年（12.00%）有所下滑；全国政

府性基金支出 11.80 万亿元,同比增长 28.80%,增幅较上年(13.40%)大幅提高。全国政府性基金收支增长主要系地方政府土地出让收入及相关支出增长所致。

就业压力趋于缓和,居民收入增幅放缓。

2020 年,在疫情影响下,服务业呈收缩态势,中小微企业持续经营困难局面延续。2020 年 12 月城镇调查失业率 5.20%,年内逐季回落,与上年同期持平,表现出我国经济和就业的韧性,就业压力趋于缓和。2020 我国城镇居民人均可支配收入 4.38 万元,实际同比增长 1.20%,增速较上年(5.00%)大幅下滑,对居民消费形成较大约束。

2. 宏观政策和经济前瞻

根据中央经济工作会议部署,2021 年我国宏观政策将保持连续性、稳定性、可持续性,要继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策,保持对经济恢复的必要支持力度,政策操作上要更加精准有效,不急转弯,同时保证不出现重大系统性风险;要重点落实八项任务,加快形成以内循环为主的“双循环”新格局,“要迈好第一步,见到新气象”。在此基调下,积极的财政政策更加兼顾稳增长和防风险。中央经济工作会议提出 2021 年“积极的财政政策要提质增效,更可持续”,强调要兼顾稳增长和防风险需要,保持政府总体杠杆率基本稳定,为今后应对新的风险挑战留出政策空间。“提质增效”一方面强调将建立常态化的财政资金直达机制,提高资金的拨付效率;另一方面强调财政支出的压减,对于非刚性、非重点项目的支出和公用经费要从严从紧,而对于重大项目和刚性支出,要保证支付力度。稳健的货币政策灵活精准、合理适度。2021 年货币政策将“稳”字当头,保持好正常货币政策空间的可持续性;发挥好定向降准、定向中期借贷便利(TMLF)、再贷款、再贴现等结构性货币政策工具,延续实施针对小微企业的两项直达实体经济工具,引导金融机构加大对“三农”、科技创新、小

微和民营企业等国民经济重点领域和薄弱环节的支持力度;进一步健全绿色金融标准体系、政策激励约束体系、产品 and 市场体系,落实碳达峰、碳中和中长期决策部署,引导金融资源向绿色发展领域倾斜,推动绿色金融发展。

作为 2020 年唯一实现正增长的全球主要经济体,2021 年我国有条件、有基础实现持续更高的经济增长。首先,投资增速在制造业投资带动下进一步快速增长,仍将在经济增长中发挥关键作用,同时投资结构将进一步优化,形成“制造业>房地产>基建”的投资增长新格局。其次,消费进一步复苏。影响 2020 年消费的两大主要因素分别是疫情控制约和居民收入增速下降,2021 年两大因素对消费的抑制作用将会同步减弱,消费继续修复。第三,出口继续保持较高速度增长。预计 2021 年出口有望继续保持较高的增长,海外疫情形势为出口增长的主要影响因素,整体节奏或为前高后低。综合考虑疫情防控、经济增长潜力及低基数效应影响,联合资信预测 2021 年我国 GDP 增速将达到 8.50%左右。

3. 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。

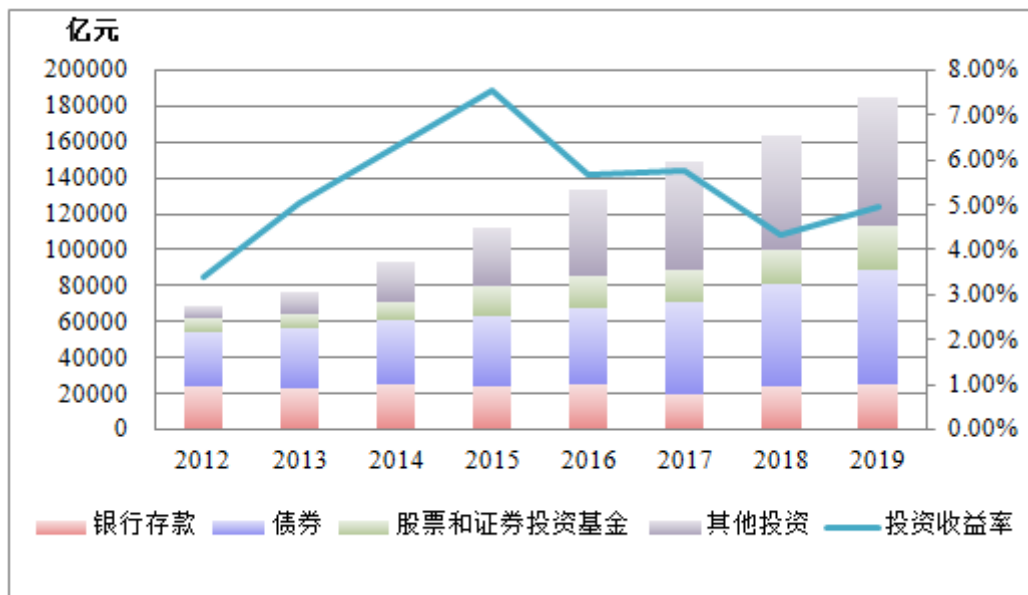
保险公司盈利来自两方面,一是保费收入与赔付及费用支出的差额,即承保利润;二是保险资金运用收益,即投资收益。承保利润方面,2019年,寿险赔付金额和赔付率略有下降,健康险赔付金额和赔付率有所增长,意外险赔付金额和赔付率相对稳定。2020年以来,新冠肺炎疫情或对人身险公司赔付方面有一定影响,但一方面疫情涉及到的个体数量有限,另一方面各地政府前期已经承担了部分的医疗费用,尤其是武汉市政府承诺兜底除医保报销之外的相关费用,故此次新冠肺炎疫情对人身险公司承保利润的影响有限。

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、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。

4. 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，一方面标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

合众人寿建立了适应其经营发展的公司治理架构；但近年来董事会、监事会、高管层

的成员变动情况较多，且董事会和监事会尚有少数人员空缺情况，对公司治理、内部控制产生一定的影响，需关注未来相关人员上任后对公司治理、业务经营、发展方向等方面产生的变化情况。

合众人寿成立于2005年，最初由永泰房地产、华京投资股份有限公司（已更名为“普盛达投资股份有限公司”）、哈尔滨通泰投资股份有限公司（已更名为“斯迈特投资有限责任公司”）、黑龙江天信杰投资有限公司（已更名为“西藏天信杰科技有限公司”）、湖北楚汉经贸有限公司（已更名为“西藏楚汉经贸有限公司”）和湖北德凡投资有限公司（已更名为“西藏德凡创业投资管理有限公司”）6家民营企业发起设立，初始注册资本为3.00亿元，后分别于2006年、2007年、2009年、2010年、2012年、2014年、2015年和2016年增加注册资本1.20亿元、2.47亿元、9.13亿元、1.50亿元、10.53亿元、1.25亿元、5.00亿元和8.75亿元。股权变更方面，原股东永泰房地产于2006年10月将持有股份全部转让予中发实业集团；2007年，合众人寿先后引入欧力盛金融集团股份有限公司（以下简称“欧力盛金融集团”）和日本太阳生命保险株式会社两家外资股东；同年，普盛达投资将其所持股份全部进行了转让；后历经数次股权变更后，欧力盛金融集团所持有的股份于2014年被全部转予中发实业集团，中发实业集团自此成为公司最大股东；公司无实际控制人。截至2020年9月末，合众人寿注册资本增至42.83亿元，其中，中发实业集团和斯迈特投资有限责任公司将其部分股份对外质押，质押出质额分别为4.25亿元和5.48亿元，分别占其所持公司股份的21.55%和69.25%，上述质押股权合计占全部股份的22.72%。

公司第一大股东中发实业集团成立于1997年，总部位于北京，是一家产业辐射全国的大型民营投资企业集团，集团旗下的产业涵盖金融（保险、典当、资产管理、小额贷款、投资担保等）、房地产（开发、酒店、商管、物业管理等）、制药等行业，实际控制人为戴皓。截至2019年

末，中发实业集团资产总额 345.29 亿元，所有者权益 106.40 亿元；2019 年营业收入 26.51 亿元，净利润 0.44 亿元。作为公司的最大股东，中发实业集团采取向公司派驻董事、监事，并推荐高管等形式参与公司管理；在业务发展、资本补充等方面给予公司较大的支持。

合众人寿按照《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。

股东大会是合众人寿最高权力机构。近年来，合众人寿能够按照公司章程要求召开股东大会，就董事会工作报告、监事会工作报告、财务决算与预算方案、财务审计报告、修订公司章程、董事会成员变更、关联交易执行情况等重大事项进行讨论并形成有关决议。

董事会承担经营管理的最终责任，对股东大会和全体股东负责。合众人寿董事会由 14 名董事构成，其中独立董事 5 名，执行董事 3 名；由股东中发实业集团提名推荐 2 名，其余股东各提名推荐 1 名。董事会下设战略和投资决策委员会、审计委员会、提名薪酬委员会，风险管理委员会，关联交易控制委员会 5 个专业委员会。近年来，合众人寿多次召开董事会会议，审议通过了公司治理报告、总裁工作报告、财务决算报告、财务预算编制报告、风险管理制度制定和修订、五年发展规划等多项议案。合众人寿的董事长戴皓先生，现任中发实业集团董事局主席，曾任哈尔滨市华鑫工贸公司总经理、哈尔滨市金福典当行副总经理、哈尔滨市中大城市信用社董事长、业锐药业公司和鸿宁医药公司董事长兼总经理、北京永泰房地产开发有限公司董事长兼总经理等职务，具有丰富的金融机构从业经验和公司管理经验。

监事会是合众人寿的监督机构。合众人寿监事会由 5 名监事构成，其中职工代表监事 3 名；外部及股东代表监事 2 名，由股东中发实业集团进行提名。近年来，合众人寿监事会成

员按照《公司法》《公司章程》等法律法规履行职责，开展监事会工作，规范召开监事会会议，行使监事会职权，应要求列席股东大会会议和董事会会议，认真审议各项议案，积极发表监事会意见；监督公司财务和董事、高管人员履职情况，较好地发挥了监督作用。需注意的是，截至 2020 年 3 季度末，合众人寿监事会在任成员 3 人，尚缺少外部及股东代表监事 2 名，且监事会主席的选举尚未完成，成员空缺对监督职责履行情况的影响有待观察。

高级管理层是合众人寿的最高执行机构。截至 2020 年 3 季度末，合众人寿高级管理层由 10 名成员组成，其中总经理 1 名，副总经理 6 名，董事会秘书 1 名，总经理助理 1 名，合规负责人 1 名。合众人寿总经理刘立新先生，本科学历，曾任中发实业（集团）有限公司副总裁、和益财富电子商务（北京）有限公司董事长、盛世合众保险销售有限公司董事长兼总经理等职务，具备丰富的商业管理经验。

从关联交易情况来看，近年来合众人寿关联交易的投资比例均符合比例要求。截至 2019 年末，合众人寿与关联方之间涉及的业务主要包括租赁资产的出租和承租、接受劳务、集合资金信托计划的利息收入、存放金融机构款项以及关联资产转让等。2019 年，合众人寿与关联方之间实现租赁收入 0.27 亿元，承租产生的租赁费用 0.23 亿元，接受劳务产生费用 0.08 亿元，信托计划产生利息收入 0.93 亿元。截至 2019 年末，合众人寿存放于关联方银行款项余额合计 0.20 亿元。关联资产转让涉及 1 笔股权转让和 1 笔信托计划转让。2020 年 1—9 月，根据公司官网披露，公司共发生三笔重大关联交易，分别为通过渤海国际信托股份有限公司设立的资金信托计划为股东中发集团提供融资 15.00 亿元；与合众财产保险股份有限公司签署《保险兼业代理合同》，由合众财险代理公司保险产品；通过与第三方公司设立基金 15.00 亿元对北京振瑞科技有限公司进行投资，最终用于项目建设及运营。

2. 内部控制

合众人寿已基本建立了较为完善的内部控制和内部审计体系，但内部控制制度落实以及相关问题整改情况需持续关注。

合众人寿依据《企业内部控制基本规范》《保险公司内部控制基本准则》等法律法规及监管规定，结合公司实际，制定了《内部控制管理办法》，建立了由董事会负最终责任、管理层直接领导、内控管理职能部门统筹协调、内部审计检查监督、业务部门负首要责任的内部控制组织体系。内控与风险管理部是公司内部控制管理职能部门，负责公司内部控制的统筹规划，组织推动定期排查工作，具体包括：制定公司内部控制管理制度，组织开展并审核复核制度流程，督导内部控制评估工作中发现缺陷的整改进度等；按时、准确的完成保监会要求的风险和内控相关报告等。

为加强内控管理，规范内部审计工作，公司制定了《内部审计管理办法》，建立起独立的内部审计体系。公司自身实行内部审计集中化管理，即在总公司本级设置稽核监察部，辖内各分支机构不再设置稽核监察部门和岗位；对于设置独立稽核监察部门的子公司，公司实施内部审计垂直化管理，对子公司稽核监察部门进行统一管理和计划安排。稽核监察部负责对内部控制的有效性进行事后监督检查。近年来，公司稽核监察部对各分公司及其各分支机构开展年度常规审计，审计内容涵盖保险销售、业务发展、费用报销以及综合管理等；针对离任领导及董事开展离任审计工作；根据银保监会要求开展偿付能力管理、关联交易、反洗钱等专项审计项目。在内部审计过程中，稽核监察部按照公司内部审计工作程序对发现的内部控制缺陷进行报告，并向内控管理职能部门反馈监督检查中发现的重大内部控制缺陷，由内控管理职能部门后续跟踪整改，确保重大内部控制缺陷及时彻底整改。

近年来，合众人寿因部分人员未取得任职资格但实际履行监事及高管职责、审批流程不

规范等原因受到银保监会等外部监管的处罚，公司在收到处罚后进行了相应整改并建立了相关的内控制度，内部控制的有效性有待进一步提升。公司在银保监会 2019 年第 4 季度分类监管评价中被评定为 B 类；在 2020 年第 1 季度分类监管评价中被评定为 A 类；在 2020 年第 2 季度分类监管评价中被评定为 B 类。

3. 发展战略

合众人寿制定了符合自身目前经营情况的发展规划和战略，市场定位和发展方向较为清晰；但由于当前保险市场竞争较为激烈加之监管环境和市场环境的不确定性，未来发展规划实行情况需持续关注。

合众人寿基于对未来形势的分析判断，综合考虑市场趋势、监管导向、消费者需求、自身优势等多方面因素，制定了《五年战略规划(2019—2023)》。根据规划内容，合众人寿的战略定位为建立以个险业务为核心的多元业务渠道。公司将坚持以“保险姓保”为方向，在规模快速增长的同时，推动高质量、高价值业务的发展，夯实营销、产品、客户经营、投资和风控等核心能力建设，着力提升公司持续盈利能力。公司力争至 2023 年，总资产达到 1467.73 亿元，净资产 74.53 亿元，净利润 22.56 亿元；个险新单业务规模居中小寿险公司的前列。

为实现其战略目标，未来合众人寿将坚持价值成长，实现公司可持续、有价值的成长，明确以个险为核心的业务渠道，进一步优化银保、团险、网销、电销等渠道组合，促进总体业务价值最大化；进一步明确总、分公司分工，保证新人、主管、绩优、导师四条成长线的扎实落地，提升培训质量，实现培训为队伍赋能；根据市场及客户需求设计产品，结合公司固有特色，从稳平台、促活动、提价值三个角度切入，不断丰富产品，打造公司的比较优势；重点关注“提升机构质量”，不走粗放型扩张的发展道路，新开机构工作坚持“规范有序、突出重点、统筹规划、务实高效”的基本原则。

五、业务经营分析

1. 经营概况

合众人寿立足于湖北，得益于较为广泛的业务渠道和明确的发展战略以及持续转型升级的产品体系，近年来合众人寿资产规模及业务规模处于人身险行业中上游水平。从2019年中资系保险公司各主要经营绩效指标来看（见表4），合众人寿各项指标处于中上水平。

表4 中国寿险行业企业主要经营和财务指标对比表
(2019年) 单位：亿元、%

项目	中荷人寿	民生人寿	合众人寿
总资产	795.55	1128.54	1022.86
所有者权益	66.87	143.94	67.83
保险业务收入	33.35	123.33	170.38
营业收入	81.00	186.70	211.59
净利润	-0.21	18.71	5.01
净资产收益率	--	14.12	7.81

数据来源：中国保险行业协会和银保监会网站，联合资信整理

2. 业务经营分析

(1) 保险业务

随着监管对保险业务回归本源的政策推动，合众人寿业务结构逐步调整，业务转型效果较明显，有效业务价值及内含价值不断提升，整体市场排名保持较稳定。但另一方面，由于之前年度存量趸缴业务占比较高，该类业务的压降使得其公司整体保险业务收入呈下降态势，销售渠道以个险渠道为主，网销等线上化渠道尚待进一步开拓，渠道多元化程度有待加强。

合众人寿自2005年成立以来，先后设立26家分公司，覆盖24个省份及直辖市，拥有近8万人的代理队伍。近年来，监管机构陆续出台多项规章制度和监管措施，着力治理保险公司在公司管理、产品、销售、资金运用、理赔等方面的乱象，引导保险行业回归保障本源。在此背景下，合众人寿根据自身战略及价值转型需求，持续调整自身业务和产品结构，主动

缩减银保趸缴业务，大力发展健康险、重疾险等高价值中长期业务。公司主要渠道实行年金业务和保障业务结合的产品模式，注重新业务价值和续期保费规模的提升。受银保渠道趸缴业务规模缩减的影响，公司2018年以来原保险保费收入呈现下滑趋势；2019年以来，随着个险渠道新单保费的增长和银保渠道价值型产品保费的较快增长，公司原保险业务收入有所回升，整体市场排名保持相对稳定。根据银保监会官网统计数据，2019年，合众人寿原保险保费收入市场占有率0.57%，在87家寿险公司中位居第27位（见表5）。2020年1—9月，合众人寿实现原保险保费收入163.75亿元。

表5 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	236.71	151.36	167.75	163.75
原保险保费收入市场份额	0.91	0.58	0.57	0.61
原保险保费收入市场排名/市场家数	23/84	24/84	27/87	26/89
规模保费	271.18	231.47	275.20	264.99
规模保费市场份额	0.84	0.67	--	--
规模保费市场排名/市场家数	22/84	23/84	--	--

注：规模保费计算口径为原保费收入+保户投资款本年新增交费+投资独立账户本年新增交费；其中原保险保费收入市场份额和排名数据为2020年6月末数据

数据来源：中国银保监会官网数据，联合资信整理

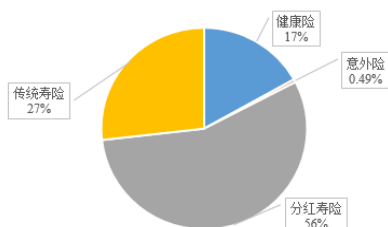
合众人寿保险业务产品种类主要包括传统寿险、分红寿险、健康险和意外险（见图表6）。合众人寿根据行业发展趋势和渠道营销特点，结合自身发展战略目标，适时调整业务和产品策略。2018年，受业务结构调整过程中趸缴业务压缩的影响，公司传统寿险业务收入规模明显下滑，并使得其整体原保险保费收入有所下滑，且分红寿险收入逐渐成为其保险业务收入的最主要来源，保险业务收入结构有所调整；2019年以来，随着传统寿险业务规模逐步恢复、健康险规模的持续增长，合众人寿原保险保费收入有所回升。此外，为提升业务内含价值、追求业务的可持续发展，合众人寿积极响应国家养老战略，在多个省会城市布局养老

产业，探索“保险+养老”的发展模式，不断更新和丰富相关产品体系，健康险业务规模及占比不断提升，意外险收入和规模占比均较低，规模保费增长主要是来源于万能险的追加保费。2019年，合众人寿分红寿险实现保险业务收入93.53亿元，占原保险保费总额的55.76%；健康险实现保险业务收入28.28亿元，占比16.86%。

图表6 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	112.58	26.71	44.92	81.38
分红寿险	100.24	97.56	93.53	58.44
健康险	22.47	25.72	28.28	23.21
意外险	1.26	1.21	0.83	0.56
原保险保费	236.71	151.36	167.75	163.75
万能险	33.82	79.32	107.65	101.39
规模保费	271.18	231.47	275.20	264.99

2019年末合众人寿各险种收入构成及占比情况



注：因四舍五入效应致使合计数据存在一定误差
数据来源：合众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，由于内含价值相对较低的以趸缴为主的银保渠道业务规模的压缩，合众人寿趸缴业务收入大幅下滑，期缴业务呈现稳步发展态势。此外，由于2018年个险渠道销售情况未达预期、银保渠道价值业务规模较小，合众人寿期缴业务首年保费收入有所下降，但个险续期保费规模的增长带动期缴续期保费规模持续增长。2019年，合众人寿期缴业务实现保险业务收入159.18亿元，占保险业务收入的93.43%（见图表6），其中期缴业务续期保费收入122.38亿元。总体看，合众

人寿业务转型已见成效，保费结构得以持续改善。

表7 保险业务收入期限结构 单位：亿元

项目	2017年	2018年	2019年
趸缴业务	102.29	5.42	11.20
期缴业务	135.49	148.01	159.18
其中：期缴业务首年	52.12	29.80	36.80
期缴业务续期	83.37	118.21	122.38
合计	237.78	153.43	170.38

注：由于此处保险业务收入口径包含了财产险（主要为短期险）保费收入，致使原保费收入规模略有差异

数据来源：合众人寿审计报告，联合资信整理

合众人寿主要通过个险和银保渠道开拓保险业务。由于银保渠道趸缴产品为主的业务结构对新业务价值贡献度较低，对业务品质带来一定影响，近年来公司以价值增长为发展导向导致银保业务占比明显下降；个险渠道提升自主经营能力，注重保障型和长期储蓄型业务的发展，提升机构、人员产能和收入，加大对个险渠道的投入力度，注重个险渠道营销队伍建设。在上述因素的影响下，合众人寿个险规模稳步增长而银保渠道业务逐步压缩，团险、网销、电销等其他渠道实现保险业务收入规模相对较小。2019年，合众人寿个险渠道实现保险业务收入143.38亿元，占保险业务收入的85.47%，规模和占比均保持逐步增长的态势。2019年以来，合众人寿银保渠道主要注重价值型业务的开展，控制趸缴规模型产品销售，优化成本结构，合众人寿银保渠道主要的合作银行包括邮储银行、建设银行、农业银行、工商银行等，以邮储银行为主。2019年，合众人寿银保渠道实现保险业务收入18.22亿元，占比10.86%，占比整体有所下降。公司团险渠道以盈利为导向，注重法人客户的经营和营销；此外，公司代理渠道业务逐步开展，该类业务有利于推动公司向价值型转型，但该类业务目前尚处于起步阶段，渠道保费占比低。整体看，合众人寿以个险渠道为最主要的渠道来源，个险渠道建设持续加强，对保险业务收入贡献度上升，这也有助于提升其保险业务的整体内含价值，但其他渠道占比低，多元化程度有待提升。

表 8 保险业务营销渠道结构

单位：亿元、%

项目	2017年		2018年		2019年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
个险	130.64	55.19	136.64	90.27	143.38	85.47
公司直销	5.09	2.15	3.83	2.53	4.50	2.68
银保	95.49	40.34	7.58	5.01	18.22	10.86
其他	5.48	2.32	3.31	2.19	1.64	0.98
合计	236.71	100.00	151.36	100.00	167.75	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：合众人寿提供，联合资信整理

合众人寿基于中国精算师协会颁布的《精算实践标准：人身保险内含价值评估标准》的相关规定计算内含价值和一年新业务价值，并制定了年度内含价值报告。按照风险贴现率 11.5% 的中心假设计算，合众人寿内含价值情况见表 9。近年来，由于公司将业务重心放在发展内含价值相对较高的个险渠道业务和期缴业务上，公司有效业务价值以及公司内含价值逐步提升；2019 年，由于公司资产配置导致市场风险增加，最低资本占用提升，因此偿付能力资本成本有所增加导致当年新业务价值小幅下降。截至 2019 年末，合众人寿公司内含价值为 156.05 亿元，其中新业务价值为 10.48 亿元（见表 9）。整体看，合众人寿产品结构持续调整和优化，业务转型效果较好，内含价值不断提升。

表 9 内含价值情况 单位：亿元

项目	2017年	2018年	2019年
有效业务价值	107.89	117.40	120.21
公司内含价值	119.05	138.16	156.05
新业务价值	11.37	11.55	10.48

数据来源：合众人寿提供数据，联合资信整理

近年来，合众人寿退保金有所波动，2018 年由于公司调整业务结构，压降银保渠道中短存续期产品，相关产品到期集中退保导致当年退保金规模增长；2019 年以来随着中短期存量产品规模占比下降，退保金规模和退保率均有较显著回落。2019 年，合众人寿退保金 31.82 亿元，退保率为 9.27%（见表 10）。近年来，合众人寿赔付支出有所下降，赔付率亦呈下降

趋势；2019 年赔付支出 29.97 亿元，赔付率为 34.45%。

表 10 退保及赔付情况 单位：亿元、%

项目	2017年	2018年	2019年
退保金	63.31	70.33	31.82
赔付支出	37.41	33.45	29.97
综合退保率	18.56	16.85	9.27

注：此处赔付支出为寿险口径

数据来源：合众人寿审计报告及提供资料，联合资信整理

2020 年以来，合众人寿持续进行业务结构调整，加大期缴等价值型产品营销，中短存续期产品规模持续下降，新冠疫情的发生在一季度初对公司业务拓展形成了一定影响，但同时也给公司医疗险、健康险、重疾险等健康产品带来一定销售增量，整体业务呈现稳步增长的态势，各险种收入结构保持基本稳定，仍以传统寿险为主。2020 年 1—9 月，合众人寿实现原保险保费收入 163.75 亿元，其中传统寿险收入 81.38 亿元，占原保险保费收入的 49.70%；分红寿险收入 58.44 亿元，占比为 35.69%；另有万能险保费收入 101.39 亿元。从保险业务营销渠道来看，个险渠道仍为合众人寿保险业务主要渠道，2020 年前三季度个险渠道对保险业务收入的贡献度仍较高。赔付支出方面，2020 年 1—9 月，合众人寿赔付支出为 21.55 亿元，退保金支出为 7.36 亿元，同比有所下降，主要与存续产品退保周期有关，联合资信会对公司后续退保情况保持关注。

（2）投资业务

随着可用于投资的保险资金规模的扩大，

合众人寿投资资产规模持续上升，资产配置在流动性需求的前提下提升整体资产的盈利能力，投资收益水平整体呈上升态势；存量投资业务中涉及地产行业的业务规模较大，需关注行业波动情况以及整体投资业务信用风险管控情况。

合众人寿投资业务分为委托管理和自主管理，委托管理投资品种主要包括股票、债券、基金、信托计划、基础设施债权计划、股权投资计划等其他金融产品，委托方主要为子公司合众资产；自主管理投资品种主要包括股权投资和养老不动产投资。近年来，合众人寿依据监管对于保险资金的投资要求，兼顾流动性和盈利性，持续调整投资资产配置结构，亦随着保险业务的续发展带来的可用于投资资金的补充，投资资产规模呈上升趋势。截至 2019 年末，合众人寿投资资产余额 943.30 亿元，以债券投资、权益工具投资和归入贷款的应收款项类投资为主（见表 11）。

债券投资方面，合众人寿债券投资以金融债和企业债投资为主，投资债券的外部评级大部分集中在 AA 级及以上，少量境外债券评级均为 BBB- 及以上的企业债。截至 2019 年末，合众人寿债券投资余额 340.73 亿元，占投资资产总额的 36.12%。其中，国债、金融债、企业债、次级债和同业存单占比分别为 1.05%、37.33%、44.52%、15.68% 和 1.41%。具体来看，合众人寿持有债券的发行主体主要为政策性银行、大型商业银行、央企、省政府控股企业，债券投资资产质量较好，尚未出现债券投资违约的情况。

合众人寿权益类投资以理财及资管计划为主，主要为短期的保险资管产品组合投资和

货币基金，底层资产以银行存款和债券类投资为主。近年来，合众人寿兼顾资产端流动性和收益性需求，持续加大对流动性相对较好理财及资管计划的投资力度，压降基金类和股票类资产的投资规模。截至 2019 年末，合众人寿权益工具投资余额 164.91 亿元；其中理财及资管计划占比 96.65%。

合众人寿归入贷款的应收款项类投资以信托投资计划和债权投资计划为主，股权投资计划占比较小。合众人寿持有的信托投资计划以集合资金信托计划投资为主，交易对手主要为北京信托、五矿信托、中国民生信托、渤海信托等大中型信托机构，底层资产主要为向商业地产项目发放的流动资金贷款，涉及行业主要集中在商业地产；债权投资计划主要为不动产债权投资计划，另有部分基础设施债权计划。近年来，合众人寿对信托投资计划的投资力度持续上升。截至 2019 年末，合众人寿归入贷款的应收款项类投资余额为 224.46 亿元，占投资资产总额的 23.80%，存量项目剩余期限主要集中在 2 年左右。截至 2020 年 9 月末，合众人寿持有的 1 笔信托投资计划和 3 笔债权投资计划出现风险，涉及账面价值合计 13.96 亿元。合众人寿已对出现风险的信托投资计划和债权投资计划进行了相应的减值准备计提，2020 年 9 月末计提减值准备合计 4.65 亿元，减值计提对于相应风险资产的覆盖程度偏低。

合众人寿投资性房地产主要为养老不动产投资，养老不动产项目主要位于武汉、合肥、南宁、沈阳，另有一处位于境外，资产的流动性和短期变现能力一般。截至 2019 年末，合众人寿投资性房地产余额 92.22 亿元；其中海外不动产余额为 9.36 亿元。

表 11 投资资产

单位：亿元、%

项目	2017 年末		2018 年末		2019 年末		2020 年 9 月末	
	余额	占比	余额	占比	余额	占比	余额	占比
债券投资	253.42	35.80	292.09	39.27	340.73	36.12	364.82	32.08
国债	0.76	0.11	8.53	1.15	3.59	0.38	1.44	0.13
地方政府债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	18.94	1.67
金融债	72.41	10.23	109.07	14.66	127.21	13.49	131.87	11.60

企业债	127.88	18.07	133.46	17.94	151.70	16.08	163.34	14.36
次级债	41.37	5.84	41.04	5.52	53.44	5.67	48.76	4.29
同业存单	6.01	0.85	0.00	0.00	4.80	0.51	0.48	0.04
短期融资券	4.99	0.71	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
权益工具投资	98.19	13.87	75.03	10.09	164.91	17.48	341.48	30.03
基金	28.96	4.09	7.98	1.07	3.38	0.36	6.92	0.61
股票	15.12	2.14	1.65	0.22	2.14	0.23	6.78	0.60
理财及资管计划	54.11	7.64	65.39	8.79	159.38	16.90	327.79	28.82
归入贷款的应收款项类投资	145.67	20.58	179.85	24.18	224.46	23.80	204.23	17.96
信托投资计划	83.92	11.86	97.30	13.08	167.31	17.74	169.05	14.87
债权投资计划	56.75	8.02	77.55	10.43	57.15	6.06	35.18	3.09
股权投资计划	5.00	0.71	5.00	0.67	0.00	0.00	-	0.00
衍生金融资产	0.00	0.00	0.09	0.01	0.36	0.04	0.26	0.02
买入返售金融资产	14.67	2.07	1.16	0.16	0.09	0.01	3.28	0.29
保户质押贷款	19.55	2.76	29.13	3.92	36.18	3.84	40.86	3.59
定期存款	55.56	7.85	33.44	4.50	42.58	4.51	48.34	4.25
存出资本保证金	9.38	1.32	9.38	1.26	9.38	0.99	9.38	0.82
长期股权投资	11.65	1.65	24.80	3.33	32.39	3.43	32.58	2.86
投资性房地产	99.77	14.09	98.82	13.29	92.22	9.78	91.98	8.09
投资资产合计	707.86	100.00	743.80	100.00	943.30	100.00	1137.21	100.00
减：减值准备	0.00	0.00	0.68	0.09	0.73	0.08	4.65	0.41
投资资产净额	707.86	--	743.12	--	942.57	--	1132.56	--
行业平均投资收益率		5.77		4.33		4.94		--
综合投资收益率		3.32		4.10		4.91		--

注：因四舍五入效应致使合计数据存在一定误差

数据来源：合众人寿提供数据，联合资信整理

从持有目的来看，合众人寿将权益工具投资和债券投资分别计入以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产、可供出售金融资产和持有至到期投资下。截至 2019 年末，合众人寿以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产、可供出售金融资产和持有至到期投资分别占投资资产净额的 8.38%、26.38% 和 18.88%。

近年来，随着公司在资产端提高固定收益类资产的配置力度，投资收益稳定性有所提升，投资收益率呈增长态势；但投资收益率低于行业平均水平，主要系近年来受资本市场价格波动导致权益类投资亏损所致。2019 年，合众人寿综合投资收益率为 4.91%。

2020 年以来，合众人寿加大对保险资管类产品的投资力度，保险资管类产品规模的增长

推动投资资产规模较上年末有所增长。截至 2020 年 9 月末，合众人寿投资资产净额 1132.56 亿元，较上年末增长 20.16%；其中债券投资、权益工具投资和归入贷款的应收款项类投资占投资资产总额的 32.08%、30.03% 和 17.96%。2020 年 1—9 月，合众人寿实现投资收益 37.75 亿元，公允价值变动收益 0.56 亿元，综合投资收益率 4.49%。

六、风险管理分析

合众人寿持续完善风险管理组织架构和制度体系，各风险管理主体分工明确，运行情况良好。

合众人寿根据《人身保险公司全面风险管理实施指引》建立了由董事会负最终责任、管理层直接领导、内控管理职能部门统筹协调、内部审

计检查监督、业务部门负首要责任的风险管理和内控组织体系。其中，合众人寿各职能部门和业务单元为第一道防线，在业务前端负责日常识别、评估、应对、监控与报告风险；风险管理委员会、风险管理执行委员会、风险管理职能部门和各类风险牵头管理部门组成第二道防线，负责统筹协调个大类风险牵头管理部门制定各类风险管理制度、标准和风险偏好体系，并统筹监控公司的风险状况；审计委员会和内部审计部门组成第三条防线，针对已经建立的风险管理流程和各项风险的控制程序和活动的有效性进行监督。

合众人寿董事会是风险管理的最高决策机构，对风险体系的完整性和有效性承担最终责任。合众人寿设立了由高级管理层组成的风险管理执行委员会，在董事会风险管理委员会的授权下负责组织实施相关风险管理职责；风险管理职能部门牵头风险管理工作，组织各大类风险牵头管理部门建立关键风险指标库，识别、评估风险，定期汇总各类风险指标检测报告，并追踪、监督各项风险处置方案和内控改善措施的落实和执行情况。

1. 保险风险管理

合众人寿保单继续率呈上升趋势，退保率有所下降，面临保险风险可控。

合众人寿面临的保险风险是指由于死亡率、疾病发生率、赔付率、退保率、费用率等假设的实际经验与预期发生不利偏离而造成损失的风险。合众人寿董事会是保险风险管理的最高决策机构，风险管理职能部门为保险风险的牵头管理部门，产品开发及精算评估职能部门负责产品开发、产品管理、准备金评估、再保险管理等环节的保险风险管理工作。合众人寿制定了《保险风险管理细则》和《保险风险管理办法》，涵盖产品开发、核保、理赔、产品管理、准备金评估、再保险管理等环节的保险风险，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。

在新产品开发阶段，合众人寿通过市场调研和可行性分析的方式对保险消费者需求进行分析，并在经验分析和合理预期的基础上科学在设定精算假设，综合考虑市场竞争等因素，对新产品进行合理定价。合众人寿对当期签单保费占比在5%以上的在售产品进行销售情况、现金流、资本占用以及死亡率、疾病率、费用率、退保率等指标进行评估，并对上市超过两年的产品至少每年评估一次。

近年来，合众人寿业务死亡率、赔付率等与定价假设差异较小，损失发生风险变化不大。近年来，合众人寿持续提升业务品质管理力度，13个月继续率呈上升态势，综合退保率持续下降。截至2019年末，合众人寿13个月保单继续率为85.40%，综合退保率9.27%，未来保险风险仍处于可控范围内（见表12）。

表 12 续保、退保情况 单位：%

项目	2017年末	2018年末	2019年末
13个月继续率	80.99	86.35	85.40
综合退保率	18.56	16.85	9.27

数据来源：合众人寿提供资料，联合资信整理

合众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，包括死亡率、发病率、费用以及退保率等。2018年，受传统保险业务收入显著下降的影响，合众人寿当年提取保险责任准备金规模较2017年明显下降；2019年提取寿险责任准备金规模较2018年显著上升，导致当年提取保险责任准备金规模明显上升，进而造成近年来提取保险责任准备金规模波动较大。2019年，合众人寿提取保险责任准备金53.04亿元，与保险业务收入的比例为31.13%（见表13）。

表13 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	457.76	478.24	555.67
当年提取保险责任准备金	92.35	13.99	53.04
提取的保险责任准备金/保险业务收入	38.84	9.12	31.13

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：合众人寿审计报告，联合资信整理

2. 投资风险管控

投资风险管控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。合众人寿制定并完善了《信用风险管理办法》《市场风险管理办法》《流动性风险管理办法》《流动性风险应急管理办法》等相关制度，不断建立完善投资风险管控组织架构和制度体系。合众人寿定期与受托方签署委托投资管理协议，想受托方发送委托投资指引，要求受托方按照相关投资限定和配置原则进行投资管理，并定期评估委托资产的投资情况和风险情况，保障寿险资金运用收益与安全的兼顾。此外，合众人寿定期对交易对手进行风险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

合众人寿建立了较为完善的信用风险管理体系。另一方面，合众人寿的信托投资计划和债权投资计划已出现部分违约，且信托投资计划和债权投资计划面临较高的行业集中度风险，在当前资本市场信用事件频发的环境下，未来非标资产的投资风险情况、风险项目的后续处置和回收情况以及对盈利能力产生的影响需持续关注。

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。合众人寿建立了交易对手授信管理体系和内部信用评级评审体系，加强对交易对手管理，并定期对信用风险和监控情况进行评估分

析，提升资产组合信用风险敞口的管控能力。

合众人寿根据风险偏好设定信用风险限额，分别从级别、库别、行业等方面控制集中度风险，并针对城投、交通运输等对地区财政依赖性较强的行业，进行区域限额管理。合众人寿将达到准入标准的资产和交易对手纳入资产池，并以此开展投资和交易业务。同时，合众人寿建立内部信用评级系统，如发生交易对手违约的情形，相关部门应及时估算违约率和违约损失率。

从投资产品来看，合众人寿配置的固定收益类投资资产包括银行存款、债券投资。合众人寿债券投资外部信用等级为AAA和政府债券、准政府债券比重超过80%，信用风险较为可控。截至2020年9月末，合众人寿有1笔信托计划出现违约，为“华润信托-广森集团贷款项目集合资金信托计划”（以下简称“广森集团集合资金信托计划”），账面价值为5.96亿元，交易对手为深圳市广森投资集团有限公司，公司在该笔信托计划中持有优先级份额；另有3笔债权投资计划出现违约，分别为“合众-中信国安盐湖综合开发债权投资计划（二期）”（以下简称“中信国安债权投资计划”）、“华夏久盈-北大资源债权计划”和“合众-北大资源青岛商业不动产债权投资计划”，账面价值分别为3.00亿元、2.00亿元和3.00亿元。合众人寿对上述四笔违约资产共计提4.65亿元减值准备，其中广森集团集合资金信托计划已提请诉讼，目前尚未开庭；其余涉及违约的投资资产因债务人发行债券出现违约，故违约债权处置工作仍待各债委会进行处置和定夺，后续处置情况需持续关注。此外，截至2020年9月末，合众人寿存在待偿还美元债本金3.96亿美元，该笔债券将于2021年9月到期，由于涉及金额较大

后续偿债情况需予以关注。

合众人寿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。

近年来，合众人寿持续加强再保险安排，目前已与汉诺威再保险股份有限公司、中国人寿再保险股份有限公司、慕尼黑再保险公司、德国通用再保险股份有限公司、瑞士再保险股份有限公司和前海再保险股份有限公司开展合作，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

合众人寿通过资产负债管理办法测市场风险，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。

合众人寿市场风险是指由于利率、权益价格和不动产价格等不利变动，导致遭受非预期损失的风险。合众人寿资产风险管理职能部门根据不同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、持续监测公司面临的市场风险。

价格风险是指因股权型投资价格的不稳定性而引起。合众人寿面临市场价格风险主要为投资资产中的上市公司股票及股票型基金；合众人寿对股票和股票型基金的投资规模和占投资资产中的比例不高。根据合众人寿测算，2019年末，假设沪深300指数下降20%，公司所持有的权益类资产的可能损失额约为0.43亿元。近年来，合众人寿股票及股票型投资基金投资规模较小且持续下降，价格风险敞口较小，风险可控。

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。合众人寿采用敏感性分析方法衡量利率变动对利息收入和金融工具未来现金流量的公允价值变动的的影响。根据合众人寿测算，2019年末，假设利率变动50个基点，固定收益类资产账面余额将变动3.42亿元。合众人寿面临的利率风险可控。

外汇风险是指因汇率变动产生损失的风险，合众人寿承受的外汇风险主要与美元和港元有关。合众人寿通过敏感性分析方法测试汇率变动造成的影响。根据合众人寿测算，2019年，假定外汇对人民币汇率上涨1%，税前利润将减少0.29亿元。合众人寿面临的外汇风险可控。

3. 流动性风险管理

合众人寿建立并持续完善流动性风险管理体系；持续调整保险业务结构，通过提高资产负债期限匹配度等方式加强流动性管理。

合众人寿面临的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，合众人寿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。合众人寿通过资产端和负债端匹配管理的方式对面临的流动性风险进行管理，以确保能及时偿还债务并未投资活动提供资金。合众人寿根据业务规模、产品结构、风险状况和市场环境等因素，在考虑其他风险对流动性风险影响和整体风险偏好的基础上，确定流动性风险偏好、容忍度和流动性风险限额；加强日常现金流管理，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；通过定期开展压力测试等方式持续监测，并根据实际情况调整资产负债安排。

合众人寿建立了与流动性风险特点相适应的组织体系，由董事会、董事会风险管理委员会、由高级管理层组成的风险管理执行委员会、内控与风险管理部、财务部、资产管理部、精算部、企划部、运营中心以及其他相关部门构成，董事会是流动性风险管理的最高决策机构，承担流动性风险管理的最终责任。通过加强评估和监测保险风险、信用风险、市场风险、操作风险等对流动性水平造成的影响，防范向流动性风险的转化和传递；通过对流动性风险识别、计量和评估、监测、控制、报告的方式加强对流动性风险的管

理；综合考虑业务发展及市场变化等因素，定期评估流动性风险管理制度的有效性，并进行适当调整。

七、财务分析

合众人寿提供了2017—2019年和2020年3季度财务报表和偿付能力报告，其中，天健会计师事务所（特殊普通合伙）对2017—2019年财务报表和偿付能力报告进行了审计，均出具了标准无保留的审计意见；2020年3季度财务报表和偿付能力报告未经审计。

1. 盈利能力

合众人寿处于业务结构调整阶段，近年来营业收入和已赚保费整体呈下降趋势；净利润有所波动，2019年随着业务结构的逐步调整当年实现盈利，未来盈利持续性及盈利能力的稳定性有待观察。

合众人寿营业收入主要由已赚保费和投资收益构成。近年来，合众人寿推进业务转型，主动缩减银保渠道趸缴产品规模，使得其营业收入和已赚保费2018年呈现较明显下降；2019年随着其侧重价值型产品增长的效果逐步显现，当年营业收入和已赚保费均有所回升。投资收益方面，合众人寿投资收益以应收款项类投资利息收入、可供出售金融资产收益和持有

至到期投资收益为主，近年来合众人寿投资收益有所波动，2019年得益于应收款项类投资规模的扩大和可供出售金融资产取得了较好收益，当年合众人寿投资收益增长明显。2019年，合众人寿实现营业收入211.59亿元，其中已赚保费167.69亿元，占营业收入的79.25%；投资收益40.30亿元，占营业收入的19.05%（见表14）。

合众人寿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。2018年趸缴产品的集中压降到期使得公司退保金规模增长，2019年随着业务结构的逐步调整、中长期产品的占比提升，退保金规模有所下降。合众人寿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，近年来赔付支出规模下降主要由于满期给付规模的持续下降。保险责任准备金方面，2018年由于业务转型，传统寿险规模大幅下降导致当年提取的保险责任准备金快速下降，2019年随着中长期寿险产品营销的逐步到位、客户接受度的提升传统寿险业务规模明显回升，使得保险责任准备金计提规模明显增加，2019年合众人寿提取保险责任准备金77.49亿元。从成本管控方面来看，综合费用率随着保费收入整体下降呈上升趋势，手续费及佣金率水平整体保持稳定；2019年合众人寿综合费用率为27.17%，手续费及佣金率为11.11%。

表 14 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	268.67	169.57	211.59	209.12
已赚保费	232.24	147.67	167.69	163.41
保险业务收入	237.78	153.43	170.38	165.46
投资收益	31.04	18.05	40.30	37.75
营业支出	266.07	177.54	206.66	195.75
退保金	63.31	70.33	31.82	7.36
赔付支出	37.78	34.10	31.18	21.55
提取保险责任准备金	103.45	19.66	77.49	116.24
手续费及佣金支出	23.93	15.94	18.93	15.03
业务及管理费	28.56	26.80	27.47	15.75

净利润	1.02	-8.50	5.01	8.26
综合费用率	22.06	27.97	27.17	--
手续费及佣金率	10.06	10.39	11.11	--
总资产收益率	0.12	-	0.54	--
净资产收益率	1.78	-	7.81	--

注：表中赔付支出为合并口径（含财产险部分）
数据来源：合众人寿审计报告，联合资信整理

近年来，合众人寿净利润波动幅度较大，2018年呈现一定规模的亏损，主要是由于当年投资亏损使得营业支出明显高于营业收入所致；2019年得益于保险业务稳步发展、投资收益较快提升的影响，合众人寿净利润实现扭亏为盈，且净利润较之前年度有较明显增长。2019年，合众人寿实现净利润5.01亿元，总资产收益率为0.54%，净资产收益率为7.81%。

2020年1—9月，合众人寿实现营业收入209.12亿元，其中已赚保费163.41亿元、投资收益37.75亿元；营业支出195.75亿元，其中退保金7.36亿元、提取保险责任准备金116.24亿元。2020年1—9月，合众人寿实现净利润8.26亿元。

2. 流动性

合众人寿资产负债错配期限较短，流动性风险可控；考虑到负债久期短于资产端久期的现状，未来需持续关注长期资产的配置情况以及其对资产负债期限错配的改善效果。

从资产负债期限匹配情况来看，近年来，公司持续提升中长期负债提升负债端久期增长，资产端则通过优化投资产品结构和期限的方式提升资产负债久期的匹配度。但从实际情况看，公司资产端久期呈持续下降的趋势，而负债流入久期呈上升态势，考虑到国内资本市场长期资产供给不足的现状，公司面临一定再投资风险。此外，考虑到公司保险业务发展对于长期价值型业务需求带来的长周期负债以及资产端资产配置的期限错配压力，合众人寿仍然面临一定的资产负债期限错配风险。

从资产构成来看，合众人寿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（扣除卖出回购证券提供质押担保）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，占资产总额的比重有所波动。截至2019年末，公司可快速变现资产余额342.92亿元，占资产总额的33.53%（见表15）。短期来看，公司整体流动性状况尚可。

表 15 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	250.37	299.83	342.92	528.96
可快速变现资产/资产总额	30.11	35.51	33.53	45.38
未来1年内的综合流动比率	183.03	694.89	459.59	491.64
流动性覆盖率（压力情景1）	723.47	1529.12	2092.64	1953.26
流动性覆盖率（压力情景2）	786.02	1402.27	2378.94	3072.76

数据来源：合众人寿审计报告及偿付能力报告，联合资信整理

截至2019年末，合众人寿未来1年内的综合流动比率为459.59%，情景压力测试下的流动性覆盖率均处于较好水平，流动性风险在可控范围内。

从2020年第三季度流动性指标看，合众人寿1年内综合流动比率为491.64%，压力情景一和压力情景二下流动性覆盖率分别为1953.26%和3072.76%，相关指标表现良好，流动性风险保持在可控范围内，但需关注待偿美元债的还本付息资金安排，及大规模债务到期对于公司流动性和再融资能力产生的影响。

3. 资本充足性

近年来，合众人寿对外权益投资以及投资资产的快速增长使其资本消耗速度加快，2019年以来偿付能力水平有所下滑，但仍保持充足水

平，若本期资本补充债券成功发行，其偿付能力状况将得到进一步改善。

在资本补充方面，2016年6月，公司股东中发实业集团、斯迈特投资股份有限公司、湖北德凡投资有限公司和湖北楚汉经贸有限公司分别增资5.76亿元、1.20亿元、0.89亿元和0.89亿元，注册资本增至42.83亿元；2017—2019年未有增资；公司于2008年发行的11亿人民币额度10年期次级定期债务已于2018年已全部到期偿还。截至2020年9月末，合众人寿实收资本42.83亿元，资本公积2.55亿元，所有者权益71.56亿元。

认可负债方面，合众人寿认可负债主要为准备金负债、保户储金及投资款和其他金融负债；其中，其他金融负债主要为公司于2016年发行的5年期5亿美元额度境外高级债。近年来，随着万能险业务的持续增长，合众人寿保户储金及投资款呈逐年上升趋势；但受2018年寿险业务发展受阻的影响，当年寿险未到期责任准备金规模有所下降，导致公司认可负债规模在近年来呈现一定的波动。认可资产方面，合众人寿认可资产主要包括投资资产、在子公司、合营企业和联营企业中的权益、活期存款及流动性管理工具、应收分保准备金、保单质押贷款。近年来，合众人寿认可资产规模呈持续增长态势，一方面是2018年在子公司、合营企业和联营企业的权益投资增加较多；另一

方面是2019年投资资产规模大幅增加所致。截至2019年末，合众人寿认可负债余额812.52亿元，认可资产余额996.66亿元；认可资产负债率为81.52%（见表16）。总体看，合众人寿资产及负债认可规模较大，但投资资产中信托资产及保险资产管理产品等非标投资产品规模较大，资产认可度一般。

近年来，合众人寿实际资本呈持续上升的趋势，截至2019年末，公司实际资本为184.14亿元。近年来，合众人寿的最低资本逐年增长，尤其2019年以来大幅提升，主要由于当年投资资产规模大幅增长，公司面临的市场风险和信用风险最低资本规模明显增长所致，截至2019年末，公司最低资本为105.28亿元。受此影响，公司偿付能力充足水平于2019年末有所下滑，截至2019年末，公司的核心偿付能力充足率和综合偿付能力充足率分别为143.33%和174.91%。

2020年以来，随着投资资产规模的扩大致使市场风险最低资本规模进一步提升，公司最低资本规模持续增长，偿付能力充足水平较上年末进一步下降，2020年3季度末的核心偿付能力充足率和综合偿付能力充足率分别为134.53%和162.26%，未来业务的持续发展将使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，偿付能力状况将得到一定程度改善。

表 16 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	831.59	844.36	1022.86	1187.49
负债总额	777.75	783.83	955.03	1115.93
认可资产	791.86	818.29	996.66	1162.95
认可负债	668.33	654.45	812.52	968.70
实际资本	123.53	163.84	184.14	194.25
其中：核心一级资本	82.76	126.60	150.89	161.05
最低资本	76.44	82.93	105.28	119.72
认可资产负债率	84.40	79.98	81.52	83.30
资产认可率	95.22	96.91	97.44	97.93
核心偿付能力充足率	108.27	152.65	143.33	134.53
综合偿付能力充足率	161.61	197.55	174.91	162.26

数据来源：合众人寿偿付能力报告，联合资信整理

八、本期债券偿付能力分析

本期债券为合众人寿拟发行的 20 亿元资本补充债券，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 9 月末，公司应付债券余额 26.79 亿元，系于 2016 年发行的本金为 5 亿美元高级债。公司本期资本补充债券发行金额不超过 20 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账面余额合计为 46.79 亿元，综合偿付能力充足率将由 162.30% 提升至 179.00%。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，综合考虑合众人寿的业务发展水平、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，联合资信认为合众人寿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很强。

九、结论

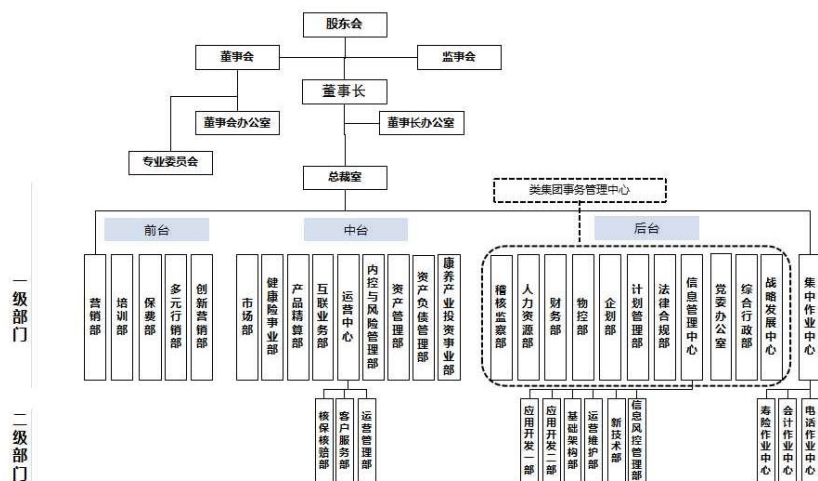
综合上述对合众人寿公司治理、内部控制、业务经营、风险管理以及财务状况等方面综合分析，联合资信认为，在未来一段时间内合众人寿信用水平将保持稳定。

附录 1 2020 年 9 月末合众人寿股权结构图

合众人寿保险股份有限公司	日本太阳生命保险株式会社 (3.307%)	T&D Holdings, Inc. (100%)			
	西藏天信杰科技有限公司 (4.435%)	北京中新地缘投资有限公司 (51.52%)		程树峰 (0.56%)	田野 (99.44%)
		合众人寿保险股份有限公司工会委员会 (48.48%)			
		张驰 (4.96%)			
	西藏德凡创业投资管理有限公司 (13.865%)	郑冬冰 (7.95%)			
		北京众合东方投资有限公司 (87.09%)		郑冬冰 (100%)	
		赵洪阁 (4.08%)			
	西藏楚汉经贸有限公司 (13.859%)	陈国荣 (4.06%)			
		泰好商业零售有限公司 (91.86%)		赵洪阁 (100%)	
		斯迈特投资有限责任公司 (18.478%)	西藏比利斯科技发展有限公司 (17.19%)	拉萨赞比达科技发展有限公司 (100%)	姜涛 (100%)
	北京成祥天友建筑设计有限公司 (82.81%)		姜涛 (100%)		
	中发实业 (集团) 有限公司 (46.056%)	西藏中发产业发展有限公司 (100%)	中发金控投资管理有限公司 (100%)	西藏中发实业有限公司 (100%)	戴皓 (60%)
					戴迪 (30%)
					靳宇 (10%)

资料来源：客户提供，联合资信整理

附录 2 2020 年 9 月末合众人寿组织架构图



资料来源：客户提供，联合资信整理

附录3 同业对比表

2019年指标	珠江人寿	幸福人寿	民生人寿	合众人寿
总资产	795.55	631.29	1128.54	1022.86
所有者权益	66.87	51.38	143.94	67.83
保险业务收入	33.35	82.47	123.33	170.38
原保险保费收入市场份额	0.11	0.28	0.42	0.57
营业收入	81.00	121.04	186.70	211.59
净利润	-0.21	0.76	18.71	5.01
平均净资产收益率	--	1.55	14.12	7.81
综合偿付能力充足率	122.22	231	274.5	174.91
核心偿付能力充足率	75.73	127	294.8	143.33

注：“珠江人寿”为“珠江人寿保险股份有限公司”简称；“幸福人寿”为“幸福人寿保险股份有限公司”简称；“民生人寿”为“民生人寿保险股份有限公司”简称；

数据来源：各公司公开年报、Wind、中国保险行业协会网站，联合资信整理

附录 4 人寿保险公司主要财务指标计算公式

投资类资产	交易性金融资产+衍生金融资产+买入返售金融资产+定期存款+可供出售金融资产+持有至到期投资+贷款及应收款项类投资+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)+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%
偿付能力充足率	实际资本/最低资本×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	退保金 / (上期末长期责任准备金+本次长期险保费收入) ×100%
总资产收益率	净利润/[(期初资产总额+期末资产总额)/2] ×100%
净资产收益率	净利润/[(期初净资产总额+期末净资产总额)/2] ×100%
股东权益/资产总额	股东权益/资产总额×100%

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

联合资信评估股份有限公司关于 合众人寿保险股份有限公司 2021 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。

合众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，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。

合众人寿保险股份有限公司或本期债项如发生重大变化，或发生可能对合众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，合众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合众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，如发现合众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合众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，及时对该事项进行分析，据实确认或调整信用评级结果。

如合众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合众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合众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。

