信用评级公告

联合〔2021〕2836号

联合资信评估股份有限公司通过对中国万向控股有限公司主体及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持中国万向控股有限公司主体长期信用等级为AA+，“20万向01”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

评级总监：

二〇二一年六月二十八日

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号PICC大厦17层
Editorial Office Address: 17/F, PICC Building, 2, Jianguomenwai Street, Beijing
电话（Tel）：（010）85679696 | 邮箱（Email）:lianhe@lhratings.com | 传真(Fax):(010)85679228
网址（Website）:www.lhratings.com | 邮编（Postal Code）:100022

中国万向控股有限公司公开发行公司债券
2021年跟踪评级报告

评级结果：

项目	本次级别	评级展望	上次级别	评级展望
中国万向控股有限公司	AA+	稳定	AA+	稳定
20 万向 01	AA+	稳定	AA+	稳定

跟踪评级债项概况：

债券简称	发行规模	债券余额	到期兑付日
20 万向 01	11.50 亿元	11.50 亿元	2023/9/22

注：上述债券仅包括由联合资信评级、且截至评级时点尚处于存续期的债券

评级时间：2021 年 6 月 28 日

本次评级使用的评级方法、模型：

名称	版本
一般工商企业信用评级方法	V3.0.201907
一般工商企业主体信用评级模型（打分卡）	V3.0.201907

注：上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

本次评级模型打分表及结果：

指示评级	aa+		评级结果		AA+
评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果	
经营风险	B	经营环境	宏观和区域风险	2	
			行业风险	2	
		自身竞争力	基础素质	2	
			企业管理	3	
			经营分析	2	
财务风险	F1	现金流	资产质量	2	
			盈利能力	2	
			现金流量	2	
		资本结构		3	
		偿债能力		1	
调整因素和理由				调整子级	
---				--	

注：经营风险由低至高划分为 A、B、C、D、E、F 共 6 个等级，各级因子评价划分为 6 档，1 档最好，6 档最差；财务风险由低至高划分为 F1－F7 共 7 个等级，各级因子评价划分为 7 档，1 档最好，7 档最差；财务指标为近三年加权平均值；通过矩阵分析模型得到指示评级结果

评级观点

联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）对中国万向控股有限公司（以下简称“公司”或“万向控股”）的跟踪评级反映了公司作为大型民营金融投资运营平台，以控股和参股的方式对保险、第三方支付、信托、金融数据服务、区块链技术等板块进行投资，形成了多元化的业务格局，具备较强的规模优势和综合竞争力。2020 年，公司保险业务行业排名中游，整体业务发展良好；公司资本实力很强，资产规模较大，资产质量较好，盈利能力较强。

同时，联合资信也关注到近年来宏观经济下行压力较大，外部信用风险上升，公司投资资产面临的信用风险需关注。公司子公司民生人寿保险股份有限公司（以下简称“民生人寿”）收入受投资业务影响较大，未来收入仍存在一定的不确定性；万向信托股份公司（以下简称“万向信托”）固有业务投资不良率有所提升，相关信用风险保持关注。此外，公司有息债务以短期为主，需关注公司流动性管理情况。

未来，随着公司各项业务规模的进一步拓展，旗下各产业的协同发展，公司业务竞争力有望进一步增强。

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级 AA+；维持“20 万向 01”的债项信用等级为 AA+，评级展望为稳定。

优势

1. **公司作为大型民营金融投资运营平台，具备较强的规模优势和综合竞争力。**公司作为大型民营金融投资运营平台，以控股和参股的方式对保险、第三方支付、信托、金融数据服务、区块链技术等板块进行投资，形成了多元化的业务格局，资本实力很强，具备较强的规模优势和综合竞争力。
2. **公司各项业务整体发展良好。**公司保险业务和信托业务行业排名中游，对公司收入利润贡献度较大；2020 年，公司各项业务整体发展良好，保险及支付业务收入稳步增长，公司营业总收入及利润总额均实现同比增长。
3. **资产规模较大，整体资产质量较好。**截至 2020 年末，公司资产规模较大，流动资产中货币资金占比较大，非流动资产中可供出售金融资产占比较大，且以民生人寿投资资产为主，整体资产质量较好。

分析师：刘嘉　张晨露
邮箱：lianhe@lhratings.com
电话：010-85679696
传真：010-85679228
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

关注

1. **利润对投资收益依赖度高，未来实现情况尚存一定的不确定性。**2020 年，公司利润实现对投资收益依赖度较高，公司子公司民生人寿及万向信托投资业务受市场波动影响较大，投资收益存在一定的不稳定性，未来收入利润实现情况尚存在一定不确定性。
2. **投资资产面临的信用风险需关注。**宏观经济下行压力较大，外部信用风险上升，公司投资资产中包含着较大规模的债券、信托产品、资管产品和应收款项投资等，截至 2020 年末，万向信托不良率有所增加，相关信用风险需关注。
3. **债务期限偏短期，关注流动性管理。**截至 2020 年末，公司债务结构偏短期，需持续关注公司流动性管理情况。

主要财务数据：

公司合并口径			
项　目	2018 年	2019 年	2020 年
资产总额（亿元）	1281.19	1356.80	1559.00
负债总额（亿元）	1111.46	1159.51	1351.99
所有者权益（亿元）	169.73	197.28	207.01
归属于母公司所有者权益（亿元）	70.61	82.39	103.06
短期债务（亿元）	233.42	207.61	215.81
全部债务（亿元）	298.10	258.61	245.96
营业总收入（亿元）	220.69	246.82	287.29
投资收益（亿元）	56.35	51.11	67.95
利润总额（亿元）	12.18	29.01	35.50
EBITDA（亿元）	36.37	37.84	43.41
筹资前净现金流（亿元）	46.30	82.12	-4.46
营业利润率（%）	5.87	12.76	14.54
净资产收益率（%）	6.30	12.59	13.74
资产负债率（%）	86.75	85.46	86.72
全部债务资本化比率（%）	63.72	56.73	54.30
流动比率（%）	74.95	156.08	108.58
EBITDA 利息倍数（倍）	1.99	11.89	24.00
全部债务/EBITDA（倍）	8.20	6.83	5.67
公司本部（母公司）			
项　目	2018 年	2019 年	2020 年
资产总额（亿元）	99.16	114.14	103.18
所有者权益（亿元）	70.52	81.63	70.87
全部债务（亿元）	28.40	32.23	31.78
营业收入（亿元）	43.89	13.74	9.85
投资收益（亿元）	43.79	13.64	9.75
利润总额（亿元）	27.42	11.05	4.21
净资产收益率（%）	33.53	14.53	5.52
资产负债率（%）	28.88	28.48	31.32
全部债务资本化比率（%）	28.71	28.30	30.96
流动比率（%）	592.77	501.07	109.58

注：1. 本报告中，部分合计数与各相加数直接相加之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币，财务数据均指合并口径；
资料来源：公司审计报告，联合资信整理

评级历史：

债项简称	债项级别	主体级别	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
20 万向 01	AA+	AA+	稳定	2020/9/8	刘嘉 张晨露	（原联合信用评级有限公司）工商企业信用评级方法总论(2018 年 12 月)	阅读全文

注：上述历史评级项目的评级报告通过报告链接可查阅。

声　明

一、本报告引用的资料主要由中国万向控股有限公司（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。

分析师：

联合资信评估股份有限公司

中国万向控股有限公司公开发行公司债券
2021 年跟踪评级报告

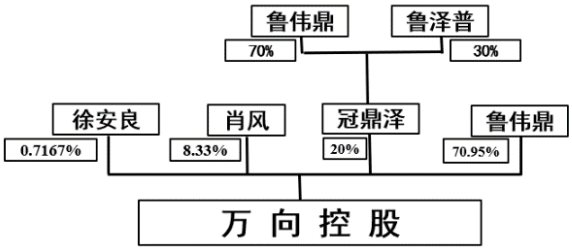
一、跟踪评级原因

根据有关法规要求，按照联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）关于中国万向控股有限公司（以下简称“公司”或“万向控股”）及其相关债券的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、企业基本情况

万向控股前身为“上海万向控股有限公司”，系由自然人鲁伟鼎出资组建的有限责任公司，于2007年3月设立，初始注册资本3.60亿元。2007年7月，公司变更为现名。历经多次增资和股权转让，截至2015年末，公司注册资本12.00亿元，公司股东鲁伟鼎出资10.00亿元，占比83.33%，上海冠鼎泽有限公司（以下简称“上海冠鼎泽”）出资2.00亿元，占比16.67%。2017年11月，公司股东鲁伟鼎将其持有的价值1.00亿元公司股权作价1.00亿元，转让给自然人肖风。2018年3月，公司股东鲁伟鼎将其持有的价值0.40亿元公司股权作价0.40亿元，转让给上海冠鼎泽。2020年4月，公司股东鲁伟鼎将其持有的0.09亿元公司股权作价0.09亿元，转让给自然人徐安良。2021年1月，公司资本公积18.00亿元转增注册资本，公司注册资本增至30.00亿元，已完成工商变更，各股东持股比例不变。截至2021年3月末，公司注册资本及实收资本均为30.00亿元，其中鲁伟鼎占比70.95%，上海冠鼎泽占比20.00%，肖风占比8.33%，徐安良占比0.72%，自然人鲁伟鼎是公司的实际控制人（见图1）。截至2021年3月末，公司实际控制人鲁伟鼎及其他股东未通过质押公司股权融资。

图1　截至2021年3月末公司股权结构图



资料来源：公司提供，联合资信整理

公司经营范围为：实业投资，投资管理，物业管理，金融专业技术领域内的技术咨询、技术开发、技术转让、技术服务，以服务外包形式从事银行等金融机构的后台业务技术服务，财务咨询。（依法须经批准的项目，经相关部门批准后方可开展经营活动）

截至2021年3月末，公司本部设有服务管理部、组织资源部、战略发展部和财务管理部等4个职能部门；公司纳入合并报表范围内的直接控股子公司共计10家，主要包括民生人寿保险股份有限公司（以下简称“民生人寿”）、万向信托股份公司（以下简称“万向信托”）、通联数据股份公司（以下简称“通联数据”）、上海万向区块链股份公司（以下简称“万向区块链”）等及间接控股通联支付网络服务股份有限公司（以下简称“通联支付”）等。截至2020年末，公司合并口径职工人数17313人，本部职工人数89人。

截至2020年末，公司合并资产总额1559.00亿元，负债合计1351.99亿元，所有者权益合计207.01亿元，其中归属于母公司的所有者权益103.06亿元。2020年，公司实现营业总收入287.29亿元，利润总额35.50亿元；经营活动产生的现金流量净额126.08亿元，现金及现金等价物净增加额-45.55亿元。

公司注册地址：中国（上海）自由贸易试验区陆家嘴西路99号万向大厦；法定代表人：鲁伟鼎。

三、债券概况及募集资金使用情况

本次跟踪债券情况见下表，截至 2020 年末，本次跟踪债券募集资金已按照规定用途使用完毕；截至 2021 年 5 月末，“20 万向 01”尚未到首个付息日。

表 1　本次跟踪债券概况（单位：亿元、年）

简称	债券代码	发行规模	债券余额	期限	起息日	到期兑付日
20 万向 01	175165.SH	11.50	11.50	3（2+1）	2020/9/22	2023/9/22

资料来源：Wind，联合资信整理

四、宏观经济和政策环境分析

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。在此背景下，2020 年我国经济逐季复苏，GDP 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，投资超越消费再次成为经济增长的主要驱动力。

2021 年一季度，我国经济运行持续恢复，宏观政策整体保持了连贯性，稳健的货币政策灵活精准、合理适度，把服务实体经济放到更加突出的位置；积极的财政政策提质增效，推动经济运行保持在合理区间。

经济修复有所放缓。2021 年一季度，我国国内生产总值现价为 24.93 万亿元，实际同比增长 18.30%，两年平均增长 5.00%，低于往年同期水平，主要是受到疫情反复、财政资金后置等短期影响拖累。分产业看，三大产业中**第二产业恢复最快，第三产业仍有较大恢复空间。**具体看，第二产业增加值两年平均增长 6.05%，已经接近疫情前正常水平（5%~6%），第二产业恢复情况良好，其中工业生产恢复良好，工业企业盈利改善明显；而一、三产业仍未回到疫情前水平。其中第一产业增加值两年平均增长 2.29%，增速略微低于疫情前正常水平；第三产业两年平均增长 4.68%，较 2019 年同期值低 2.52 个百分点，第三产业仍有恢复空间，主要是由于年初局部性疫情爆发拖累了服务业的修复进程。

表 2　2017－2021 年一季度中国主要经济数据

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年一季度（括号内为两年平均增速）
GDP（万亿元）	83.20	91.93	98.65	101.60	24.93
GDP 增速（%）	6.95	6.75	6.00	2.30	18.30（5.00）
规模以上工业增加值增速（%）	6.60	6.20	5.70	2.80	24.50（6.80）
固定资产投资增速（%）	7.20	5.90	5.40	2.90	25.60（2.90）
社会消费品零售总额增速（%）	10.20	8.98	8.00	-3.90	33.90（4.20）
出口增速（%）	10.80	7.10	5.00	4.00	38.70
进口增速（%）	18.70	12.90	1.70	-0.70	19.30
CPI 增幅（%）	1.60	2.10	2.90	2.50	0.00
PPI 增幅（%）	6.30	3.50	-0.30	-1.80	2.10
城镇失业率（%）	3.90	4.90	5.20	5.20	5.30
城镇居民人均可支配收入增速（%）	6.50	5.60	5.00	1.20	13.70（4.50）
公共财政收入增速（%）	7.40	6.20	3.80	-3.90	24.20
公共财政支出增速（%）	7.70	8.70	8.10	2.80	6.20

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、规模以上工业增加值增速、城镇居民人均可支配收入增速为实际增长率，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

消费对 GDP 的拉动作用明显提升，成为拉动经济的主引擎；投资拉动垫底；净出口创 2007 年以来新高。从两年平均增长来看，2021 年一季度社会消费品增速为 4.20%，延续了上年逐季恢复的趋势，与疫情前水平的差距进一步缩小；消费超越投资重新成为拉动经济增长的主引擎，疫情以来对 GDP 增长的拉动作用首次转正，但仍低于疫情前正常水平。一季度固定资产投资完成额 9.60 万亿元，同比增长 25.60%，两年平均增长 2.90%，与疫情前正常水平差距较大，固定资产投资仍处在修复过程中；资本形成总额对 GDP 增长的拉动作用最弱，疫情以来主要靠投资拉动的经济增长模式有所改变。一季度外贸实现开门红，贸易顺差 7592.90 亿元，较上年同期扩大 690.60%，净出口对 GDP 增长的拉动作用延续上年逐季上升的趋势，达到 2007 年以来的最高水平。一季度三大需求对 GDP 增长的拉动情况反映出**经济内在增长动力较上年有所增强，经济结构进一步改善。**

居民消费价格指数运行平稳，生产者价格指数结构性上涨。2021 年一季度，全国居民消费价格指数（CPI）和扣除食品和能源价格后的核心 CPI 累计同比增速均为 0，较上年同期分别回落 4.9 和 1.30 个百分点，处于低位。2021 年一季度，全国工业生产者出厂价格指数（PPI）累计同比上涨 2.10%，呈现逐月走高的趋势。国际大宗商品价格上涨推高钢材、有色金属等相关行业出厂价格，带动 PPI 持续上行，加大了制造业的成本负担和经营压力。

社融存量增速下降。截至 2021 年一季度末，社融存量同比增速为 12.30%，较上年末下降 1 个百分点，信用扩张放缓；2021 年一季度新增社融 10.24 万亿元，虽同比少增 0.84 万亿元，但却是仅次于上年一季度的历史同期次高值，反映出**实体经济融资需求仍较为旺盛**。从结构来看，信贷和未贴现银行承兑汇票是支撑一季度社融增长的主要因素，企业债券和政府债券融资则是一季度新增社融的拖累项。货币供应量方面，截至 2021 年一季度末，M2 余额 227.65 万亿元，同比增长 9.40%，较上年末增速（10.10%）有所下降。同期 M1 余额 61.61 万亿元，同比增长 7.10%，较上年末增速（8.60%）也有所下降，说明货币政策逆周期调节的力度趋于减弱。

一般公共预算收入累计增速转正，收支缺口较 2019 年同期有所收窄。2021 年一季度一般公共预算收入 5.71 万亿元，同比增长 24.20%，是 2020 年以来季度数据首次转正。其中税收收入 4.87 万亿元，占一般公共预算收入的 85.31%，同比增长 24.80%，同比增速较高主要受增值税、消费税恢复性增长带动，反映了企业经营以及居民消费的修复。一季度一般公共预算支出 5.87 万亿元，同比增长 6.20%，其中保民生、保就业是一季度的重点支出领域，债务付息创 2016 年以来同期最高增速。2021 年一季度一般公共预算收支缺口为 1588.00 亿元，缺口较 2020 年和 2019 年同期值有所收窄，可能与 2021 年一季度财政收入进度较快相关。2021 年一季度全国政府性基金收入 1.86 万亿元，同比增长 47.90%，主要是由于国有土地出让收入保持高速增长；政府性基金支出 1.73 万亿元，同比减少 12.20%，主要是由于地方政府专项债发行进度有所放缓。

就业压力有所缓解，但依然存在结构性矛盾，居民收入保持稳定增长。2021 年 1－3 月全国城镇调查失业率分别为 5.40%、5.50%和 5.30%。其中 1－2 月受春节因素影响，加上年初局部性疫情的影响，失业率有所上升；而 3 月随着疫情形势好转，企业复工复产进度加快，用工需求增加，就业压力有所缓解。2021 年一季度，全国居民人均可支配收入 9730.00 元，扣除价格因素后两年平均实际增长 4.50%，延续了上年一季度以来逐季走高的趋势，且与消费支出增速的差值进一步缩小，居民消费能力有所提高。

2. 宏观政策和经济前瞻

2021 年 4 月 30 日政治局会议强调，要精准实施宏观政策，**保持宏观政策连续性、稳定性、可持续性，不急转弯，把握好时度效，固本培元，稳定预期，保持经济运行在合理区间，使经济在**

恢复中达到更高水平均衡。积极的财政政策要落实落细，兜牢基层“三保”底线，发挥对优化经济结构的撬动作用。政策重点从“稳增长”转向“调结构”，**减税降费政策将会向制度性减税政策、阶段性的减税降费政策有序退出、强化小微企业税收优惠、加大对制造业和科技创新支持力度**等四大方面倾斜。

稳健的货币政策要保持流动性合理充裕，强化对实体经济、重点领域、薄弱环节的支持，保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配，保持宏观杠杆率基本稳定。2021 年 3 月 22 日全国主要银行信贷结构优化调整座谈上提到要在管控好风险的同时，**因地制宜增加经济困难省份信贷投放，支持区域协调发展**。

2021年一季度经济修复有所放缓，主要是由于局部性疫情对服务业拖累较大，而随着疫苗的推广，疫情对经济的影响减弱，服务业有望加快恢复。未来随着疫情逐渐稳定，居民消费支出将继续修复，**消费有望持续温和复苏**；随着欧美经济逐渐恢复，**外需有望继续保持强势增长；固定资产投资修复过程仍将持续，投资结构有望优化：**房地产投资虽然韧性较强，但未来更多的将受制于信用收紧与结构性政策，大概率呈现下行趋势；基建投资则受制于资金来源以及逆周期调节必要性的下降，扩张空间有限，预计保持低速增长；而制造业投资目前表现较弱，但是生产端强劲，积极因素不断增加，随着企业利润不断修复，未来制造业投资增速有望加快。整体看，**预计2021年我国经济将保持复苏态势，结构进一步优化。**

五、行业分析

公司业务经营受寿险行业、第三方支付行业和信托行业的整体运行情况、行业政策影响较大，本报告重点对寿险行业、第三方支付行业和信托行业进行分析。

1. 寿险行业分析

（1）业务概况

2020年以来，受新冠疫情的冲击，人身险业务原保险保费收入同比增速明显放缓；居民保障意识有所增强，对长期保障型健康险需求有所增长，健康险保费收入占人身险原保险保费收入的比重有所提升。

2020 年初，受新冠肺炎疫情影响，代理人线下展业较为困难，同时居民对自身金流预期趋于保守叠加其对未来经济恢复有所担忧，导致长期保障型险种营销面临较大压力，人身险公司原保费收入同比增速明显放缓。2020 年，我国人身险业务原保险保费收入 3.17 万亿元，同比增长 6.91%，增幅比上年下降 6.85 个百分点。其中，普通寿险实现原保险保费收入 2.40 万亿元，同比增长 5.40%；健康险业务实现原保险保费收入 0.71 万亿元，同比增长 13.38%。资产方面，截至 2020 年末，寿险公司总资产 16.98 万亿元，资产增速有所加快。

人身险公司市场集中度方面，我国人身险行业市场集中度仍处于较高水平，头部险企依托于在产品体系、销售渠道、品牌影响力等方面的绝对优势在监管趋严及 2020 年初新冠肺炎疫情冲击的背景下仍保持相对稳定的市场份额。但得益于近年来的业务结构调整以及渠道建设的不断完善，中小保险公司的市场竞争能力有所提升，整体行业集中程度持续下降。截至 2020 年末，根据 wind 数据统计，在 87 家人身险公司（中资公司 59 家，外资公司 28 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在 65%以上（见表 3）。2020 年，得益于较好的营销策略和相应的产品开发，新华人保及中邮人寿原保险保费收入排名均有所上升，华夏人寿因触发保险法接管条件被依法接管后其市场份额较上年明显下滑。此外，外资人身保险公司原保险保费收入合计市场份额为 10.03%，市场占有率较上年度上升 0.72 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	2018 年		2019 年		2020 年	
	公司	占比	公司	占比	公司	占比
1	国寿股份	20.42	国寿股份	19.18	国寿股份	19.35
2	平安人寿	17.02	平安人寿	16.67	平安人寿	15.93
3	太保人寿	7.67	太保人寿	7.17	太保人寿	6.58
4	华夏人寿	6.03	华夏人寿	6.17	新华人寿	5.04
5	太平人寿	4.71	太平人寿	4.74	华夏人寿	4.64
6	新华人寿	4.66	新华人寿	4.66	太平人寿	4.56
7	泰康人寿	4.47	泰康人寿	4.42	泰康人寿	4.54
8	人保寿险	3.57	人保寿险	3.31	人保寿险	3.04
9	富德生命人寿	2.73	前海人寿	2.58	中邮人寿	2.59
10	天安人寿	2.23	中邮人寿	2.28	前海人寿	2.47
	合计	73.49	合计	71.18	合计	67.85

资料来源：2018 年数据来自银保监会网站，2019 年、2020 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。随着银保监会对人身险公司的监管趋严，监管政策对于人身险公司的规范经营与治理的要求不断提升，政策推动下人身险公司逐步回归保险保障的业务本源。2020 年，我国寿险产品原保险保费收入占比仍维持在较高水平，但占比整体呈下降的趋势；在新冠肺炎疫情的影响下，居民保障意识有所增强，对长期保障型健康险需求有所增长，健康险占比持续提升。2020 年，我国寿险业务原保险保费收入占人身险业务的 75.72%，健康险业务占 22.29%。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，2020 年以来万能险业务规模持续收缩。2020 年，由于固收类投连险业务对资本占用规模较小，人身险公司加大了固收类投连险业务的拓展力度，投连险业务规模有所下降，但投连险业务规模整体仍呈快速下降趋势。

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

（2）盈利水平

保险公司承保利润发展空间有限，且人身险和财产险公司的分化明显；另一方面，保险公司可运用资产规模稳步增长，资金收益水平持续改善，推动了保险行业盈利水平的提升。

从保费收入来看，保险业原保险保费收入增速虽有所下滑，但在新冠肺炎疫情对于国内外经济及环境产生重创的背景下已超预期；分行业来看人身险公司的保费收入增速更高。2020 年，保险公司实现原保险保费收入 4.53 万亿元，同比增长 6.13%，其中，财产险公司保费 1.35 万亿元，同比增长 4.36%；人身险公司保费 3.17 万亿元，同比增长 6.91%。

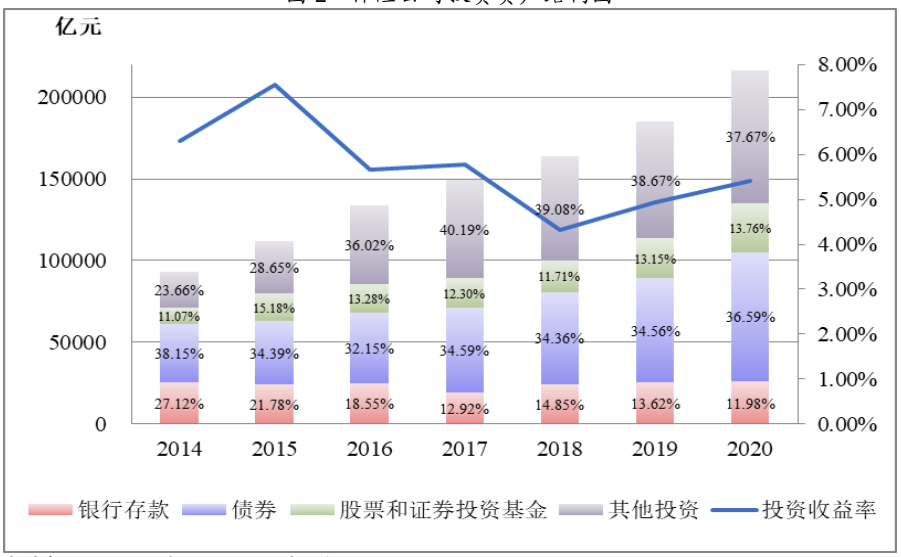
从赔付支出来看，2020 年以来，鉴于此次新冠病毒感染的死亡率较低，从实际结果来看保险公司最终的身故赔付金额相对不高，新冠疫情肺炎对寿险业务的赔付支出影响不大，但医疗费用的索赔使得健康险业务赔付支出压力加大；财产险方面，由于经济下行且频繁踩雷，保险公司保证信用等险种的赔付支出规模较大，承保亏损规模较大，此外车险综合改革的推进

亦压缩了传统财险第一大险种车险业务的利润空间。2020 年，保险公司累计赔付支出 1.39 万亿元，同比增长 7.86%；其中，财产险业务累计赔付支出 6955 亿元，同比增长 6.97%；人身险业务累计赔付支出 6952 亿元，同比增长 8.76%，从细分业务来看，寿险业务赔付支出 3715 亿元，同比下降 0.75%；健康险业务赔付支出 2921 亿元，同比增长 24.23%；意外险业务赔付支出 316 亿元，同比增长 6.17%。在全年原保险保费收入增速小于赔付支出增速的情形下，保险公司承保利润空间被进一步挤压。

投资收益方面，2020 年以来，新冠肺炎疫情短期内加剧了非标资产供给不足的问题，同时随着信用风险暴露的逐步加剧，保险公司亦加大了对非标项目的风险排查力度，非标资产配置比例进一步下降；另一方面，随着 2020 年 4 月疫情逐步控制后货币政策的收紧，利率水平重回上升通道，叠加 2020 年地方政府专项债、抗疫特别国债发行量的显著增长，长久期资产供给的增多亦使得保险公司债券配置力度相应增加。此外，在 2019—2020 年国内股票市场持续回暖的情况下，保险公司权益类投资规模和收益水平不断提升。截至 2020 年末，国内保险资金运用余额 21.68 万亿元，较上年末增长 17.02%。从投资资产结构来看，截至 2020 年末，保险公司银行存款与债券投资合计占总资金运用金额的比例为 48.57%，较 2019 年末上升 0.39 个百分点；股票和证券投资基金占比 13.76%，上升 0.60 个百分点；其他投资占比 37.67%，下降 1.00 个百分点。从投资收益情况来看，2020 年保险公司投资收益水平明显提升，全年实现投资收益 9570.94 亿元，同比增长 40.81%，投资收益率为 5.41%，较 2019 年末提升其中证券投资基金和股票是投资收益率最高的两类资产，投资收益率分别为 12.19%和 10.87%。

在承保利润增长受限的情况下，投资收益水平的大幅提升带动保险公司利润规模的增长，2020 年保险公司利润预计超过 3400 亿元，同比增长 9.5%。另一方面，财产险公司和人身险公司的盈利能力分化程度很高，财产险公司利润 70 亿元，同比下降 88.96%；人身险公司利润 2772 亿元，同比增长 15.68%。

图 2　保险公司投资资产结构图



资料来源：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。

“偿二代”正式实施以来，行业整体偿付能力充足水平稳定，但呈下降趋势。2021 年 1 月，银保监会发布《保险公司偿付能力管理规定》，将于 2021 年 3 月 1 日起施行，根据该规定，保

险公司偿付能力达标须同时符合以下三项监管要求：核心偿付能力充足率≥50%、综合偿付能力充足率≥100%、风险综合评级≥B 类，不符合上述任意一项要求的为偿付能力不达标公司，不达标者会被停新业务限薪，追回薪酬甚至被接管等。此外，核心偿付能力充足率＜60%或综合偿付能力充足率＜120%的也将被重点核查。

根据银保监会公布的2020年保险业偿付能力状况数据显示，截至 2020 年三季度末我国人身险保险公司行业平均综合偿付能力充足率为236.5%，核心偿付能力充足率为 226.9%，整体行业偿付能力水平相较于上季度末保持稳定，偿付能力充足，风险处于较低水平。从已披露2020 年四季度偿付能力的人身险公司情况来看，人身险公司偿付能力均满足监管要求，但部分保险公司偿付能力接近监管及红线，其中共有 8 家人身险公司综合偿付能力充足率低于 150%，3 家公司核心偿付能力充足率低于 100%。此外，渤海人寿、前海人寿、百年人寿 3 家公司的风险评级为 C 类，中法人寿风险评级为 D 类的险企，未满足《保险公司偿付能力管理规定》中“风险综合评级在 B 类及以上”的要求。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。考虑到目前银保监会正在有序推进偿二代二期工程，预计偿二代二期工程实施后，部分保险公司综合偿付能力充足率水平将得到一定程度的释放。

随着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稳定带来不利影响，叠加 2020 年新冠疫情对展业形成的冲击，保险公司资本补充需求加大。我国保险公司主要通过股东增资、引进战略投资者和发行资本补充债券等方式补充资本。2020 年，在监管机构从严从重加强保险资金运用监管背景下，保险公司偿付能力承压，险资申请资本补充债发行数量较上年同期有所增长，全年人身险公司实际发行资本补充债券 657.50 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，2020 年保险公司累计补充注册资本金 206.70 亿元，其中人身险公司中中法人寿、建信人寿、招商仁和人寿资本金获准增加规模均超过 10 亿元。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，资本补充渠道或将进一步丰富。

（4）行业监管与政策支持

监管政策不断细化推动保险行业监管制度体系不断完善，并更加强调保险产品的保障功能及消费者权益保护，险资运用范围扩大的同时提升运用规范要求，整体延续风险管控趋严的政策基调。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。

2020 年，银保监会继续保持强监管态势并加快完善保险行业监管制度体系，进一步引导保险行业发挥服务社会保障体系的重要功能。2020 年新冠肺炎疫情对保险行业展业方面造成一定冲击，但监管力度并未因此而下降。相较于2019 年，银保监会在保险行业处罚力度方面有所加大，处罚涉及主体数量、处罚金额和处罚措施均有所增加，处罚所涉及方面也更广。

2020 年全国保险监管系统累计公布了 1705 张监管处罚的罚单，罚单总金额高达 2.36 亿元，涉及 342 家保险机构。从受罚机构类型上看，人身险、财险公司及其分支机构、保险中介机构依旧是主要受罚对象，其中以财险公司占比较高；从处罚原因方面来看，2020 年监管处罚原因中涉及到公司治理、股东违法违规行为、编制虚假材料、业务操作违规等方面，处罚更加突出整治保险行业乱象与维护消费者合法权益的监管意图；处罚方式包括罚款、吊销营业执照、公布违法违规名单和依法接管等。

在政策制定方面，2020 年全年银保监会累计发布各类政策 71 项，其中，人身险方面 21 项，财产险方面 19 项，中介方面 9 项，资管方面 9 项，其他 13 项。人身险方面，健康险作为

人身险的重要组成部分依旧是监管规范的重点，2020 年银保监会就健康险业务从产品开发、销售管理等多方面出台监管政策，2020 年 1 月发布《关于规范短期健康保险业务有关问题的通知（征求意见稿）》、2 月发布《关于进一步规范健康保障委托管理业务有关事项的通知》等等，相关政策的出台进一步规范健康险业务的同时也为今后一段时间健康险业务增长划定方向。与此同时，政策进一步规范人身险公司在销售环节、市场风险监测、投保作业和产品回访等方面的具体行为。

在中介渠道方面，2020 年银保监会出台了保险代理人监管规定、互联网保险业务监管办法等政策，政策在坚持持牌经营的原则下，进一步理顺各业务主体的责任与关系。

资金运用方面，通过出台保险资管产品新规及配套规则、发布保险资金投资银行资本补充债券及参与金融衍生产品、国债期货和股指期货交易有关政策，在进一步扩大险资运用范围的同时也对其风险防范与资金使用提出了更高要求。

2021 年 1 月，银保监会发布《关于规范短期健康保险业务有关问题的通知》，并指出短期健康保险产品应当以提升人民群众的健康保障水平，满足多层次、多样化的健康保障需求为目标，不断扩大健康保障与健康管理服务的覆盖面，通知同时对保险公司经营短期健康险所涉及的合同条款、产品定价、人员管理和销售等方面做出要求，规范各保险公司短期健康保险业务经营管理行为，切实保护保险消费者合法权益。

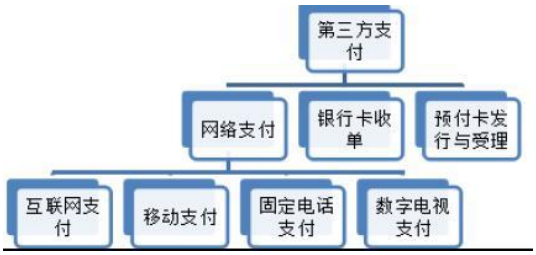
2. 第三方支付行业

（1）行业概况

我国第三方支付包括网络支付、银行卡收单和预付卡发行与受理等业务，目前支付牌照资源稀缺。

根据央行 2010 年在《非金融机构支付服务管理办法》中给出的非金融机构支付服务的定义，第三方支付是指非金融机构作为收、付款人的支付中介所提供的网络支付（包括互联网支付、移动支付、固定电话支付和数字电视支付）、预付卡、银行卡收单以及中国人民银行确定的其他支付服务。在我国，按照第三方支付牌照的不同业务覆盖范围，其分类如下图所示。

图 3　第三方支付业务分类



资料来源：中国人民银行，广证恒生，联合资信整理

网络支付业务，是指收款人或付款人通过计算机、移动终端等电子设备，依托公共网络信息系统远程发起支付指令，且付款人电子设备不与收款人特定专属设备交互，由支付机构为收、付款人提供货币资金转移服务的活动。近年来，网络支付以其方便快捷的特点成为越来越多用户的支付首选，而移动支付作为网络支付中的一种形式，以其绝对的便捷性、可移动性已渗透到生活的方方面面，运用于各种支付场景，业务规模保持高速增长。

银行卡收单业务，是指收单机构与特约商户签订银行卡受理协议，在特约商户按约定受理银行卡并与持卡人达成交易后，为特约商户提供交易资金结算服务的行为。银行卡收单业务是采用POS机为介质，实现签约银行向商户提供的本外币资金结算服务。最终持卡人在银行签约商户处刷卡消费，银行结算。收单银行结算的过程就是从商户得到交易单据和交易数据，扣除按费率计算出的费用后付款给商户。

预付卡，是指发卡机构以特定载体和形式发行的、可在发卡机构之外购买商品或服务的预付价值。预付卡按发卡人不同可划分为两类：单用途预付卡和多用途预付卡。单用途预付卡是由商业企业发行，只能在本企业或同一品牌连锁商业使用的种类，没有第三方支付机构的

参与；多用途预付卡是由第三方发卡机构发行，跨机构使用的预付卡种类。

（2）行业政策与监管

为保证第三方支付行业的稳定发展，我国监管层对于第三方支付的管控逐渐趋严。

我国第三方支付行业行政主管单位为中国人民银行，行业主要自律性组织为中国支付清算协会。为保证第三方支付行业的稳定发展，我国监管层制定实施了一系列的法律法规和政策，相关法律法规和政策见下表：

表 4　我国关于第三方支付行业的法律法规和政策

时间	法律法规和政策	主要内容
2014年3月	《支付机构网络支付业务管理办法》	对互联网支付账户管理、业务管理、特约商户管理、风险管理及企业的监督管理、纪律与责任做出了详细的规定
2015年12月	《非银行支付机构网络支付业务管理办法》	针对非银行支付机构从事网络支付业务，在业务开展范围、支付限额管理、风险管理及罚则等方面制定管理意见
2016年8月	《条码支付业务规范》	承认二维码支付的合法性
2017年1月	《关于实施支付机构客户备付金集中存管有关事项的通知》	支付机构自2017年4月17日起应将客户备付金按照一定比例交存至指定机构专用存款账户，该账户资金暂不计付利息
2017年8月	《关于将非银行支付机构网络支付业务由直连模式迁移至网联平台处理的通知》	要求非银支付机构网络支付业务由直连模式迁移至网联平台处理
2018年6月	《中国人民银行办公厅关于支付机构客户备付金全部集中交存有关事宜的通知》（银办发〔2018〕114号）	按月逐步提高支付机构客户备付金集中交存比例，到2019年1月14日实现100%集中交存。交存时间为每月第二个星期一（遇节假日顺延），交存基数为上一个月客户备付金日均余额。跨境人民币备付金账户、基金销售结算专用账户、外汇备付金账户余额暂不计入交存基数
2018年11月	《中国人民银行支付结算司关于支付机构撤销人民币客户备付金账户有关工作的通知》（银支付〔2018〕238号）	支付机构能够依托银联和网联清算平台实现收、付款等相关业务的，应于2019年1月14日前撤销开立在备付金银行的人民币客户备付金账户，规定可以保留的账户除外。若备付金银行、清算机构发现客户备付金异常的，应当及时督促支付机构纠正，并及时报告支付机构所在地人民银行分支机构
2021年1月20日	《非银行支付机构条例（征求意见稿）》	非银行支付机构注册资本最低限额为1亿元人民币。设立非银行支付机构，应当经中国人民银行批准，非银行支付机构的名称中应当标明“支付”字样。非银行支付机构未遵循安全、高效、诚信和公平竞争原则，严重影响支付服务市场健康发展的，人民银行可以向国务院反垄断执法机构建议采取停止滥用市场支配地位行为、停止实施集中、按照支付业务类型拆分非银行支付机构等措施。
2021年1月22日	《非银行支付机构客户备付金存管办法》	规范了备付金集中交存后的客户备付金集中存管业务，进一步细化了备付金存放、使用、划转规定，明确了中国人民银行及其分支机构、清算机构、备付金银行相应备付金管理职责，设定了客户备付金违规行为处罚标准，强化客户备付金监管。

资料来源：公开信息，联合资信整理

（3）行业关注

第三方支付行业面临政策监管风险、市场竞争加剧风险以及经营性风险。

一是政策监管风险。目前，全国已有238家第三方支付机构，市场竞争充分引致不少第三方支付机构在推广业务、争抢用户的过程中发生违规经营。近年来，央行等监管机构为防范金融风险均加强了对第三方支付机构政策监管，加大对违规第三方支付机构的处罚力度。随着第三方支付行业业务规模的扩张以及监管政策的推陈出新，第三方支付行业面临着一定程度的政策不确定性。

二是市场竞争加剧的风险。目前，第三方支付行业正处在快速发展期，行业监管政策逐步完善、新技术不断出现、市场中提供同类产品或服务的企业增多等诸多因素正在推动第三方支付行业的竞争环境趋向加剧。

三是经营性风险。第三方支付行业面临的

经营性风险因素较多，包括支付行业产业升级及支付方式变更的风险、商户违规经营导致的第三方支付机构受到银联约束的风险、信用卡套现等风险事件导致第三方支付机构受到央行处罚的风险、用户个人支付习惯变更导致的个人支付业务下滑风险等。

（4）未来发展

随着电子商务和移动互联技术的发展，以及政策环境的改善，第三方支付行业趋于稳定。

随着电子商务的稳步发展，第三方支付的市场规模趋于稳定；而随着 5G 网络服务的改善和智能移动终端的普及，使得移动支付的便利性得到不断提高；同时市场参与主体从产品研发、市场拓展和客户引导等全方位向移动端转移，客户对移动支付使用度、信任度和接受度的不断增加，使移动支付业务持续呈现稳步增长。此外，随着监管政策的推陈出新，第三方支付行业的政策环境将不断的优化，有利于第三方支付行业的进一步发展。

3. 信托行业

2018 年以来，信托公司积极调整业务结构，2020 年信托业务规模延续下降趋势；随着监管部门联合对资管业务加强整顿监管、压缩通道业务、压降不合规融资类信托业务，信托业回归本源与加强主动管理将成为主基调；未来信托业将进一步优化资产结构，提升主动管理及服务水平，推进财富管理水平持续提升。

近年来，信托业积极推进自身的供给侧结构性改革，加速转型升级，强化风险治理，寻求增长动力，实现行业可持续发展，目前信托行业已经成为服务实体经济的重要力量和创造国民财富的重要途径。

2018年资管新规实施，监管部门持续加强对通道业务的监管，推动金融去杠杆，信托通道业务规模明显减少。2020年6月，银保监会下发《关于信托公司风险处置相关工作的通知》要求信托公司压降违法违规严重、投向不合规的融资类信托业务，信托资产规模持续下降。截至2020末，全国68家信托公司管理的信托资产规模为20.49万亿元，较2019年末下降5.17%。信托资产规模从2017年末高点渐次回落，降幅逐步趋稳。

从信托资金来源看，2020年，信托公司普遍加强财富渠道建设，注重主动管理能力培养，集合资金信托占比进一步提升，新增信托资产来源结构优化趋势明显，发展质量提升；财产权信托尤其是资产证券化等事务管理类信托业务较快发展，行业转型初见成效。2020年末，集合资金信托规模10.17万亿，占比为49.65%，较2019年末占比上升3.72个百分点。截至2020年末，单一资金信托规模6.13万亿，占比为29.94%，较2019年末下降7.16个百分点。单一资金信托规模占比在2010年2季度曾达到83.27%的历史高位，之后持续下降，从原有的“一家独大”到目前显著低于集合信托，信托业务的资金来源结构得到了显著优化。

从信托功能看，近年来信托业务结构变化较为明显，事务管理类和融资类信托占比下降，投资类信托占比上升。其中，事务管理类信托在2020年延续下降的趋势，2020年末余额为9.19万亿元，占比44.84%，较2019年末减少1.46万亿元，较2017年末历史高点15.65万亿元减少6.46万亿元；事务管理类信托规模的下降，是过去两年信托资产整体规模下降的主要原因。融资类信托规模为4.86万亿元，较2019年末大幅下降16.71%，占比23.71%，下降3.28个百分点。投资类信托规模为6.44万亿元，较2019年末增长25.84%，占比31.46%，2020年事务管理类和融资类资金数与占比均为下降，投资类信托增幅较大。

固有资产规模是信托公司综合实力的重要体现之一。信托公司固有资金主要支持资本市场投资、金融机构股权投资以及信托业务的发展。近年来，信托公司资本实力的提升和杠杆水平的上升，使得固有资产规模持续增长，截至2020 末，信托行业固有资产规模为 8248.36 亿元，较 2019 年末增长 7.44%；自 2014 年 3 季度以来，投资类在固有资产运用中占比呈稳步上升趋势。截至 2020 年末，投资类资产余额

6615.88 亿元，较 2019 年末增长 9.37%，占比 80.21%，略高于 2019 年末的 78.80%，总体保持平稳。货币类资产在固有资产中的占比一直处于下行态势，2020 年末，货币类资产余额 590.93 亿元，与 2019 年末的 606.12 亿元基本持平，占比 7.16%，较 2019 年末下降 0.74 个百分点。贷款是固有资产运用的重要领域，2016 年之前，其占比基本维持在 10%以上。2016 年之后，贷款在固有资产配置中的占比大幅下降。2020 年末，贷款资产余额 581.45 亿元，占比 7.05%，较 2019 年末上升约 1.15 个百分点。

从资本实力来看，信托公司资本的增长主要依靠资本内生增长机制和股东的增资扩股，近年来信托公司的资本实力稳步提升。截至 2020 年末，68 家信托公司所有者权益规模达到 6711.23 亿元，较 2019 年末增加 394.96 亿元，增速 6.25%。2020 年相继有 12 家信托公司增资扩股，合计增资额为 266.48 亿元，高于 2018 年和 2019 年，信托业资本实力增强。

2019 年，信托风险项目个数和规模有所上升，根据信托业协会披露数据，2019 年末，信托行业风险资产规模为 5770.47 亿元，较 2018 年末增加 3548.6 亿元，增幅 159.71%。从风险项目数量看，也有逐步上升的趋势。2019 年末，信托业风险项目个数为 1547 个，较 2018 年末增加 675 个。2019 年，信托业风险项目和风险资产规模显著增加最主要的原因，是监管部门加大了风险排查的力度和频率，之前被隐匿的风险得到了更充分的暴露，并不意味着增量风险的加速上升。

2019 年下半年以来，监管部门密集对部分房地产信托业务增速过快、增量过大的信托公司进行窗口指导，并召集部分信托公司进行约谈，对房地产信托业务规模实施增量和增速的控制，预计未来房地产信托业务规模将明显回落，且在强监管趋势下，房地产信托业务面临的兑付危机值得关注。受“资管新规”和“通知”等监管文件的影响，短期内信托公司的受托管理资产规模和盈利能力在通道业务收缩的压力下仍将面临较大冲击。

2020 年 5 月，银保监会发布《信托公司资金信托管理暂行办法（征求意见稿）》，控制具有影子银行特征的信托融资规模，严格限制通道类业务，推动资金信托业务回归本源，发展有直接融资特点的资金信托。

六、基础素质分析

1. 产权状况

跟踪期内，2021年1月，公司资本公积18.00亿元转增注册资本，公司注册资本增至30.00亿元，已完成工商变更，各股东持股比例不变。截至2021年3月末，公司注册资本30.00亿元，自然人鲁伟鼎直接和间接持有公司84.95%的股份，为公司的实际控制人。截至2021年3月末，公司实际控制人鲁伟鼎及其他股东未通过质押公司股权融资。

2. 企业规模和竞争力

公司目前形成了保险、信托、第三方支付、金融数据服务、区块链技术等板块多元化发展的业务格局，2020年，保险、信托板块营业收入均有所增长，整体业务规模和综合竞争力进一步增强。

公司是大型民营金融投资运营平台，自身资本实力很强。公司通过控股和参股等方式对保险、第三方支付、信托、金融数据服务、区块链技术等行业内企业进行投资，形成了多元化的业务格局。2020年，公司实现营业总收入287.29亿元，同比增长16.40%。2020年，公司实现利润总额35.50亿元，同比增长22.35%。

民生人寿是公司保险行业的运营主体，公司持有43.84%的股份。2020年，民生人寿收入结构逐渐以分红型寿险向传统型寿险转变，保险保费收入寿险行业内排名第36名[1]，较上年下降3位，处于行业中游水平。2020年，民生人寿实现利润总额28.84亿元，同比增加7.03亿元。

[1] 数据来源于 wind

万向信托是公司信托行业的运营主体，公司持有76.50%的股份，2020年，万向信托主动管理型信托资产占比有所上升，管理模式逐渐向主动管理型转变。2020年，万向信托实现营业收入15.67亿元，同比增长10.79%，实现利润总额8.38亿元，同比减少11.81%。

通联支付是公司第三方支付行业的运营主体，公司通过民生人寿间接持有通联支付41.00%的股权。通联支付是全国首批获得支付业务许可证的非金融服务机构，目前具有支付业务全牌照资质。截至2021年3月末，通联支付与保险行业超140家机构达成总对总合作，寿险机构合作覆盖率超90%；与基金行业近200家公募基金和代销机构达成合作，基金支付业务行业占有率排名行业第一；与证券行业机构开展合作，证券支付业务涵盖证券行业排名前十的证券公司。

公司金融科技业务包括金融数据服务和区块链技术等业务。通联数据是公司金融数据服务的运营主体，公司持有其100%的股权。通联数据致力于将大数据、云计算、人工智能等信息技术和专业的投资理念相结合，打造综合金融服务平台。目前，通联数据已搭建起了较为完善的产品结构，2020年完成产品培育阶段，从2021年开始将迈向产品转化阶段。此外，公司不断在区块链领域布局，通过单一LP基金在全球范围内投资和孵化区块链商业应用项目，并成立了万向区块链以提升自主技术实力。

3. 企业信用记录

根据公司提供的中国人民银行企业基本信用信息报告（机构信用代码：91310000798958989E，截至2021年5日17日，公司已结清的信贷业务为正常类，无已结清和未结清不良或关注类已结清贷款业务，公司过往履约情况良好。

根据公司过往在公开市场发行债务融资工具的本息偿付记录，公司无逾期或违约记录，履约情况良好。

截至2020年末，公司共获得金融机构授信额度191.74亿元，其中已使用额度35.50亿元，未使用额度156.24亿元。

七、管理分析

跟踪期内，公司管理情况未发生重大变化，主要管理人员稳定。公司管理模式基本适应目前公司业务运营的需要；但多元化的经营格局对公司内部管理和决策水平提出了更高的要求。

公司作为大型民营金融投资运营平台，依据相关法律法规要求，建立了较完整的法人治理结构。2020年，公司内部管理及主要制度未发生重大变化，2020年11月公司监事由陈军变更为冯立民，属于正常管理人员变动，公司主要管理人员稳定。

2020年，公司作为控股公司，经营实体仍主要为其子公司。公司对子公司的管理主要通过经营授权、财务负责人委派制、全面预算管理、相对完善的考核体系等手段，将日常的经营管理权限下放子公司，根据子公司情况及发展需要，制定综合考核方案并对其经营成果进行考核，以实现对其的管理。同时，随着公司的业务的不断拓展，多元化的经营格局对公司内部管理和决策水平提出了更高的要求。

八、经营分析

1. 经营概况

2020年，公司营业总收入有所增长，其保险业务和互联网金融服务业务是公司收入的主要来源；利润规模有所增长，整体经营情况良好。

公司是大型民营金融投资运营平台，现已形成了保险、信托、第三方支付、金融数据服务、区块链技术等板块多元化发展的业务格局。公司营业总收入主要来自保险业务和第三方支付业务，利润主要由保险业务和信托业务贡献。2020年，公司实现营业总收入287.29亿元，同比增长16.40%；实现利润总额35.50亿元，同比增长22.35%，主要系投资收益中金融资产处置收益增长所致，盈利对投资收益依赖的程度较高。

表 5　公司营业总收入构成（单位：亿元、%）

项目	2018 年		2019 年		2020 年	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比
保险业务收入	145.86	66.09	178.87	72.47	208.04	72.41
互联网金融服务业务	35.92	16.28	43.83	17.76	53.98	18.79
信托、期货及租赁业务	11.52	5.22	15.57	6.31	16.75	5.83
其他	27.39	12.41	8.55	3.46	8.52	2.97
营业总收入	**220.69**	**100.00**	**246.82**	**100.00**	**287.29**	**100.00**

资料来源：公司提供，联合资信整理

从业务板块来看，2020年，保险业务收入仍为公司最重要的收入来源，占比达72.41%；互联网金融服务业务收入有所增长，对公司收入贡献度有所提升；信托、期货及租赁业务收入占营业中收入比重为5.83%。2020年，公司其他业务收入8.52亿元，同比小幅减少0.35% ，占比也有所下降。

2. 保险业务

2020年，民生人寿营业收入及利润总额均呈上升态势；收入主要来源于已赚保费和投资收益，其中投资收益易受市场行情影响，存在一定不确定性。

公司保险业务主要由子公司民生人寿运营。民生人寿成立于2002年6月，截至2020年末，民生人寿股本60.00亿元，公司直接及间接持股比例为43.84%。截至2020年末，民生人寿合并资产总额1496.76亿元，负债总额1303.95亿元，所有者权益合计192.81亿元。

民生人寿营业收入主要来源于已赚保费和投资收益。2020年，民生人寿实现营业收入262.07亿元，同比增长40.37%；实现利润总额28.84亿元，同比增长32.23%，主要系民生人寿投资收益、公允价值变动损益和其他业务收入的支付结算相关服务收入大幅增长所致。民生人寿收入构成以已赚保费、投资收益和其他业务收入为主，其他业务收入大幅增长主要系对通联支付达到控制并表管理，支付相关的结算收入增长所致。

表 6　民生人寿营业收入构成情况表（单位：亿元、%）

项目	2018 年		2019 年		2020 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
营业收入	**151.75**	**100.00**	**186.70**	**100.00**	**262.07**	**100.00**
其中：已赚保费	114.14	75.22	121.53	65.09	123.82	47.25
投资收益	36.07	23.77	49.60	26.56	62.32	23.78
公允价值变动损益	-4.34	-2.86	7.75	4.15	18.62	7.10
其他业务收入	5.79	3.82	7.71	4.13	56.84	21.69

资料来源：民生人寿审计报告，联合资信整理

2020年，民生人寿保险业务收入小幅增长，传统型寿险和健康险占比有所上升，收入结构逐渐以分红型寿险向传统型寿险转变。

从险种来看，分红型寿险、传统型寿险和健康险是民生人寿主要收入来源。2020年，民生人寿保险业务收入同比增长1.60%。2020年，民生人寿积极调整业务结构，民生人寿分红型寿险收入有所下降，2020年分红型寿险收入为49.74亿元，同比下降8.68%。2020年，民生人寿传统型寿险业务收入为43.58亿元，同比增长11.97%。2020年，民生人寿健康险业务收入31.32亿元，同比增长6.46%。同时，民生人寿还开展了意外险和寿险附加万能险业务，但规模整体较小。从收入构成上来看，民生人寿收入结构逐渐以分红型寿险向传统型寿险转变，业务结构变化明显。

2020年，民生人寿退保率为4.39%，较上年下降1.35个百分点；赔付率为3.87%，较上年上升0.26个百分点。

表 7　民生人寿保险业务总收入情况表（单位：亿元、%）

项目	2018 年		2019 年		2020 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
分红型寿险	58.24	50.57	54.47	44.16	49.74	39.70
传统型寿险	30.25	26.26	38.92	31.56	43.58	34.78
健康险	26.24	22.78	29.42	23.85	31.32	25.00
意外险	0.44	0.38	0.52	0.43	0.66	0.53
保险业务收入合计	**115.18**	**100.00**	**123.33**	**100.00**	**125.31**	**100.00**

注：保险业务收入合计=已赚保费+分出保费+提取未到期责任准备金；寿险附加万能险亿元单位规模很小。
资料来源：公司提供、联合资信整理

截至2020年，民生人寿投资资产规模小幅下降，主要以可供出售金融资产为主，投资资产[2]主要以债券投资为主；

截至2020年末，民生人寿投资资产总额863.07亿元，较上年末小幅下降，主要系民生人寿持有的通联支付纳入合并范围，导致长期股权投资有所减少所致；其中，可供出售金融资产421.54亿元，较上年末增长16.36%，占比投资资产为48.84%；民生人寿可供出售金融资产以债券投资为主，债券投资占比为85.31%；以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产为233.04亿元，较上年末小幅下降1.89%，占比投资资产为27.00%。民生人寿以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产以股票和债券投资为主，股票和债券投资占比分别为39.42%和29.23%。

截至2020年末，民生人寿认可资产有所提升，综合偿付能力充足率稳步提升，综合偿付能力仍保持充足水平。

截至2020年末，民生人寿认可资产为1164.14亿元，规模较上年末增长10.81%，同时受未到期责任准备金、卖出回购证券及保户储金及投资款等金融负债规模增加的影响，认可负债规模亦增长13.59%，截至2020年末，认可资产负债率为75.60%，较上年末上升1.80个百分点。2020年，民生人寿未进行现金分红，通过利润留存的方式补充资本，民生人寿实际资本有所提高。2020年末，民生人寿核心偿付能力充足率为292.49%，综合偿付能力充足率为308.78%，较上年末分别上升17.49个百分点和13.78个百分点，仍保持充足水平。2020年，民生人寿监管评价为A级。

3.　信托、期货及租赁业务

（1）信托业务

截至2020年末，万向信托信托业务规模有所下降，信托收入同比上升，利润水平受减值增加影响有所下降。资本充足性方面，受资产减值计提增加导致万向信托资本充足性有所下降，但均符合监管标准。

公司信托业务主要由万向信托运营。万向信托成立于2012年8月，截至2020年末，万向信托实收资本13.39亿元，公司直接持股比例为76.50%。截至2020年末，万向信托合并资产总额38.69亿元，负债总额7.56亿元，所有者权益合计31.13亿元。2020年，万向信托实现营业收入15.67亿元，同比增长10.79%，实现利润总额8.38亿元，同比减少11.81%。2020年，万向信托净资产收益率为19.44%，较上年下降1.80个百分点。

信托业务

截至2020年末，万向信托信托规模为1074.06亿元，较上年末下降19.73%，主要系事务管理类信托规模下滑所致。从信托类型来看，截至2020年末，万向信托主动管理型信托占比41.86%，被动管理型信托占比58.14%。截至2020年末，虽万向信托主动管理型和被动管理型信托

[2] 投资资产=以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产+买入返售金融资产+可供出售金融资产+持有至到期投资+应收款项类投资+长期股权投资+投资性房地产

资产规模均有所下降，但主动管理型信托资产占比有所上升。截至2020年末，从主动管理型信托资产来看，万向信托主要以融资类业务为主，占主动管理型信托资产的比重为90.25%，未来有一定的业务转型压力。此外，万向信托主动管理型信托中还包含了证券投资类和股权投资类资产，2020年万向信托证券投资类业务规模快速提升，但占比较小。从被动管理型资产来看，万向信托被动管理型信托仍均为事务管理类信托，截至2020年末，万向信托事务管理类信托资产规模有所下降，较上年末下降24.82%。

从信托业务品种来看，万向信托业务品种主要包括集合资金信托、单一资金信托和财产权信托等。万向信托集合类产品占比较为稳定，截至2020年末，集合类产品占比达63.22%；单一类信托占比33.91%，较去年小幅上升。

表 8　万向信托信托资产分布情况（单位：亿元）

项目	2018 年末	2019 年末	2020 年末
主动管理型信托资产			
证券投资类	1.18	4.47	27.48
股权投资类	6.87	7.60	16.36
融资类	486.54	495.39	405.80
小计	**494.59**	**507.46**	**449.64**
被动管理型信托资产			
融资类	0.00	0.00	0.00
事务管理类	1117.11	830.53	624.42
小计	**1117.11**	**830.53**	**624.42**
合计	**1611.70**	**1337.99**	**1074.06**

资料来源：万向信托年报、联合资信整理

从信托资产投向行业来看，万向信托信托资金主要投向房地产、工商企业、基础产业和金融机构，截至2020年末占比分别为58.10%、14.96%、10.92%和10.73%，万向信托信托资金投向相对集中，需关注相关行业波动引起的信用风险。

固有业务

万向信托固有业务主要包括自有资金投资信托产品、银行存款和发放信托贷款等。截至2020年末，万向信托固有业务规模为38.68亿元，较上年末减少11.49%，主要系存放同业和可供出售金融资产减值计提下降所致。

万向信托固有业务以可供出售金融资产为主，截至2020年末，可供出售金融资产为27.04亿元，其占比固有业务为69.90%，主要投资信托产品；其余为货币资金和贷款及应收款，占比分别为9.36%和4.14%。截至2020年末，万向信托对可供出售金融资产计提减值损失准备3.73亿元，主要系国内外市场环境变化导致部分交易对手信用能力下降出现违约项目所致。

从固有业务行业分布来看，万向信托逐渐增加了对金融机构、房地产、基础产业和工商企业的投资，减少了其他类投资；2020年末投资行业以金融机构、基础产业、房地产业和工商企业为主，上述四个行业占比分别为19.50%、10.98%、29.09%和20.33%，行业集中度较高。截至2020年末，万向信托不良率为14.57%，较上年大幅提升，主要系公司出于谨慎原则，不良资产划分口径趋严，相应不良资产增加所致；此外，对相关资产质量变化需保持关注。

表 9　截至 2020 年末万向信托固有业务资产情况（单位：亿元、%）

资产运用	金额	占比
货币资金	3.62	9.36
贷款及应收款	1.60	4.14
交易性金融资产	2.17	5.62
可供出售金融资产	27.04	69.90
其他	4.25	10.98
资产总计	**38.69**	**100.00**

资料来源：万向信托审计报告，联合资信整理

监管处罚方面，2020年4月，浙江银保监局对万向信托下发《2019年度监管意见》；2020年7月，中国人民银行杭州中心支行对万向信托下发《关于万向信托股份公司稳健性现场评估的意见》；2020年11月，浙江银保监对辖内所有信托公司开展例行检查，同时对万向信托下达《现场检查意见书》，对大额房地产信托业务提出监管意见，万向信托就上述意见均推进落实。

资本充足性方面，截至2020年末，万向信托净资产为31.13亿元，较上年末下降14.41%，主要系未分配利润下降所致；净资本为25.77亿元，较上年末下降20.32%，主要系2020年万向信托派发11.80亿元现金股利所致；净资本/各项业务风险之和为137.09%，较上年末下降15.80个百分点；净资本/净资产为82.78%，较上年末下降6.88个百分点，万向信托各项指标均符合监管标准，但受可供出售金融资产减值计提增加影响，公司资本充足性有所下降。

（2）期货业务

2020年，通惠期货业务规模相对较小，经营情况一般。

通惠期货有限公司（以下简称“通惠期货”）是公司期货业务的运营主体。通惠期货成立于1995年10月。截至2020年末，通惠期货实收资本1.25亿元，公司直接及间接持股比例为100.00%。通惠期货致力于打造期货行业信息技术平台，采用胜科金仕达、易盛、上期技术综合交易平台等交易系统，拥有文华财经、澎博财经资讯等国内优秀的行情系统，为客户提供赢智WH8、交易开拓者、达钱等程序化操作和策略平台，特色交易软件有快期、文华一键通、澎博闪电手、金仕达多点登录软件等，开通了工行、农行、建行、交行等全国性银期转帐业务。此外，通惠期货还提供程序化服务器托管服务，提供高速的交易接入，确保程序化交易的速度、稳定及安全性。截至2020年末，通惠期货合并资产总额4.67亿元，负债总额3.59亿元，所有者权益合计1.08亿元。2020年，通惠期货实现营业收入0.10亿元，净亏损0.09亿元。

（3）租赁业务

截至2020年末，万向租赁已具有一定规模，整体业务发展较好。

万向租赁有限公司（以下简称“万向租赁”）是公司融资租赁业务的运营主体。万向租赁成立于1996年2月。截至2020年末，万向租赁实收资本3.00亿元，公司直接持股比例为100.00%。目前，万向租赁业务主要涉足智能制造、新能源、食品饮料、智慧城市、仓储物流等领域。截至2020年末，万向租赁合并资产总额10.94亿元，负债总额6.69亿元，所有者权益合计4.24亿元。2020年，万向租赁实现营业收入0.98亿元，利润总额0.42亿元。

4. 互联网金融服务业务

公司互联网金融服务业务板块包括第三方支付业务、金融数据服务和区块链技术等业务。该业务板块收入主要来自第三方支付业务。

（1）第三方支付业务

2020年，通联支付营业收入有所增长，对公司收入形成较好的补充。

通联支付是公司第三方支付业务的运营主体。截至2020年末，通联支付股本14.60亿元，公司间接持股比例为41.10%。截至2020年末，通联支付合并资产总额237.29亿元，负债总额208.48亿元，所有者权益合计28.81亿元。2020年，通联支付实现营业收入52.83亿元，实现利润总额1.94亿元。

通联支付主营传统支付业务和创新支付业务，其中传统支付业务为商户服务，创新支付业务包括行业服务、银行服务、普惠金融服务、保险服务、金融服务和个人服务。截至2021年3月末，通联支付共有36家省级分支机构，280多个二级地市业务部，1800多个县域服务点，服务商户超千万户，拥有386万商户，其中，收单（含扫码）商户351万。与基金行业近200家公募基金和代销机构达成合作，基金支付业务行业占有率排名行业第一；与证券行业机构开展合作，证券支付业务涵盖证券行业排名前十的证券公司。

通联支付营业收入主要来源于传统支付业

务及创新支付业务，2020年，支付业务收入占通联支付收入比重在80%以上，主营业务突出。2020年，通联支付实现营业收入52.83亿元，同比增长22.12%，主要系当年传统及创新支付业务收入均同比增长所致。收入结构上，传统支付业务以商户服务为主，2020年，传统支付业务收入同比增长42.82%，占通联支付营业收入比重上升6.80个百分点，主要系银行卡收单支付服务业务增长所致。创新支付业务以行业服务和个人服务业务为主，个人服务业务主要包括个人端相关的业务服务，2019年起银行服务和普惠金融服务也归入个人服务业务。2020年，创新支付业务占比基本与去年持平。其中，金融服务收入较去年同比增长43.81%，主要系“金融宝”业务规模增长所致；个人服务业务收入同比增长12.64%，主要系通联支付通过“通联钱包”为个人客户提供多种支付活动，带动个人服务业务增长所致。除支付业务外，通联支付还通过子公司上海通华金科投资控股有限公司（以下简称“通华金科”）开展了保理业务、金融电销及电催外包业务、小贷业务等。2020年，子公司业务对通联支付营业收入贡献在14%以上，对通联支付营业收入形成了较好的补充。

表 10　通联支付合并收入构成情况表（单位：亿元、%）

项目		2018 年		2019 年		2020 年	
		金额	占比	金额	占比	金额	占比
传统支付业务	商户服务	15.08	42.36	17.35	40.11	24.78	46.91
创新支付业务	行业服务	3.66	10.29	5.26	12.16	5.73	10.85
	银行服务	2.40	6.74	--	--	--	--
	普惠金融服务	2.76	7.75	--	--	--	--
	保险服务	2.52	7.09	2.49	5.76	2.65	5.02
	金融服务	0.92	2.58	1.94	4.48	2.79	5.28
	个人服务	0.12	0.33	7.04	16.27	7.93	15.01
其他		1.20	3.38	0.85	1.96	1.25	2.37
母公司合计		**28.66**	**80.54**	**34.93**	**80.74**	**45.13**	**85.42**
子公司业务	通商保理	1.66	4.67	1.03	2.38	0.47	0.89
	其他业务	5.26	14.79	7.30	16.87	7.23	13.69
合计		**35.59**	**100.00**	**43.26**	**100.00**	**52.83**	**100.00**

资料来源：公司提供、联合资信整理

（2）金融数据服务

通联数据已搭建起了较为完善的产品结构，产品目前尚处于培育阶段，2020年收入大幅增长，但利润实现能力尚未体现。

通联数据是公司金融数据服务的运营主体。通联数据成立于2013年12月。截至2020年末，通联数据股本3.00亿元，公司直接及间接持股比例为100.00%。截至2020年末，通联数据合并资产总额8.70亿元，负债总额5.39亿元，所有者权益合计3.31亿元。2020年，通联数据实现营业收入1.08亿元，同比增长125.31%，净亏损0.93亿元。

通联数据将大数据、云计算、人工智能等信息技术和专业的投资理念相结合，打造金融服务平台。通联数据总部位于上海，并在北京、南京、深圳以及美国硅谷等地设有分公司。按照产品类型划分，通联数据提供的产品包括萝卜投研（基于大数据和机器学习的智能投研平台）、优矿（量化研究与交易平台）、魔方（覆盖MOM/FOF基金投资运作全流程的管理平台）、智能投顾（服务个人投资者）和数据商城（汇集股票、基金、债券、研报、资讯等数据）。

（3）区块链业务

公司不断在区块链领域进行布局，但目前仍处于早期阶段，无法对公司收入及利润形成补充。

公司于2015年开始布局区块链领域。2015年8月，公司设立了一支0.5亿美元的单一LP基金

（包括海外VC基金0.3亿美元和国内VC基金0.2亿美元），用于在全球范围内投资区块链商业应用相关的各类项目。

万向区块链前身是成立于2015年的万向区块链实验室，2017年1月，万向区块链正式成立。截至2020年末，万向区块链股本1.00亿元，公司直接持股比例为90.00%。截至2020年末，万向区块链合并资产总额2.61亿元，负债总额2.80亿元，所有者权益合计-0.19亿元。2020年，万向区块链实现营业收入0.19亿元，净亏损0.49亿元。

2020年以来，万向区块链着力区块链底层技术开发与行业推广工作，包括改进升级主流区块链技术开源平台；参与行业、国家、国际标准制定；积极推进全球区块链生态建设，完善区块链战略布局；推进信息安全管理体系认证；举办各类行业宣传活动，扩大品牌知名度；构建分布式和国际化的早期项目投资和加速业务等。此外，万向区块链为通用服务、电子政务、司法公正、金融行业、汽车行业、能源化工、农林牧渔、医疗健康、食品安全、公益慈善和版权保护等领域提供区块链解决方案。

5. 未来发展

公司总部目标较为明确，子公司制定了符合其发展情况的2021年战略目标，战略规划和实施路径符合自身特点和未来发展需要。同时，联合资信也关注到公司主要子公司易受宏观环境、市场和政策影响，发展存在一定波动性。

公司本部2021年主要目标包括申请券商经纪业务牌照、申请金控牌照及以共享平台为基础，完善各管理系统的建设工作。

子公司方面，2021年，民生人寿将坚持以用户为中心、聚焦中等用户群体，为中等收入群体提供专业化服务；回归保障，提升公司基础管理能力，加强资产管理水平。通联支付通过分阶段、分步骤实施，业务上实行战略调整和转型，依托科技大力发展金融创新业务，力争成为市场规模与经济效益领先的科技金融服务企业。通联数据将聚焦打造通联数据移动互联网和人工智能时代的智能投资服务领航者的行业领先品牌；为机构投资者提供高效、智能、客观的平台、工具及资管服务；为机构投资者提供包括数据、研究、投资与风险管理、和交易的全流程服务。万向区块链将进一步完善区块链产业生态建设；推动应用落地，将区块链技术应用到大B、小B和C端应用中。万向信托将进一步丰富产品结构，完善自身管理架构，加强风险管理，提升运营效率。

九、财务分析

1. 财务概况

公司提供了2018－2020年财务报告，中审华会计师事务所（特殊普通合伙）对上述财务报告进行了审计，均出具了无保留意见的审计结论。

公司根据财政部颁布的会计准则编制财务报表，评估期内，公司根据财政部的新要求调整了个别科目的列报，部分科目调整了上年比较数据，相关调整影响金额不大。本报告2018/2019年度财务数据分别取自2019年/2020年审计报告的期初/上期数。

合并范围方面，2018－2020年，公司合并范围有一定变化，但公司新增或减少子公司规模不大，财务数据可比性较强。

截至2020年底，公司资产总额1559.00亿元，所有者权益207.01亿元（含少数股东权益103.94亿元）；2020年，公司实现营业收入287.29亿元，利润总额35.50亿元。

2. 合并报表分析

（1）资产质量

截至2020年末，公司资产规模有所上升，整体资产质量较好，但资产流动性一般；同时，联合资信也关注到公司投资资产中包含着较大规模的债券、信托产品及资管产品和应收款项投资等，相关信用风险仍需关注。

随着公司业务的发展，公司资产规模有所增长，截至2020年末，公司资产总额较上年末增长14.90%，主要系当年民生人寿债券投资规模和定期存款规模大幅增加，使得其他非流动资产规模上升所致。截至2020年末，公司资产中，非流动资产占比64.49%，较上年末上升11.93个百分点，

主要系公司资产结构以非流动资产为主。

表11 公司资产主要构成（单位：亿元、%）

项目	2018 年末		2019 年末		2020 年末	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
流动资产	**674.11**	**52.62**	**643.61**	**47.44**	**553.56**	**35.51**
其中：货币资金	239.86	35.58	271.76	42.22	224.72	40.60
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产	214.21	31.78	239.79	37.26	236.29	42.68
买入返售金融资产	130.23	19.32	49.30	7.66	26.91	4.86
其他应收款	54.78	8.13	46.73	7.26	26.82	4.85
非流动资产	**607.08**	**47.38**	**713.19**	**52.56**	**1005.44**	**64.49**
其中：可供出售金融资产	340.69	56.12	324.62	45.52	453.94	45.15
持有至到期投资	22.42	3.69	88.11	12.35	136.74	13.60
长期股权投资	70.64	11.64	71.93	10.09	71.83	7.14
其他非流动资产	64.11	10.56	110.32	15.47	205.72	20.46
资产总额	**1281.19**	**100.00**	**1356.80**	**100.00**	**1559.00**	**100.00**

注：计算流动资产和非流动资产占比，分母均为总资产；计算流动资产和非流动资产包含科目的占比，分母分别为流动资产和非流动资产。
资料来源：公司审计报告、联合资信整理

截至2020年末，公司流动资产以货币资金和以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产为主；其他应收款中计提坏账比例较高，未来需持续关注其资产质量变化情况。

截至2020年末，公司流动资产为553.56亿元，较上年末下降13.99%，主要系2020年公司货币资金和买入返售金融资产规模下滑所致；公司流动资产以货币资金和以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产为主，其中货币资金占比40.60%，以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产占比42.68%，买入返售金融资产占比4.86%，其他应收款占比4.85%。

截至2020年末，公司货币资金余额为224.72亿元，较上年末下降17.31%，主要系民生人寿98.00亿元定期存款计入非流动资产科目所致。

公司以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产以民生人寿投资资产组合中投资资产为主。截至2020年末，公司以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产为236.29亿元，较上年末下降1.46%，主要系民生人寿持有的信托计划、理财计划及资产管理产品下降所致。截至2020年末，公司以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产主要由交易性权益工具和交易性债务工具为主，占比分别为53.52%和28.82%。

公司买入返售金融资产以民生人寿投资资产组合中投资资产为主。截至2020年末，公司买入返售金融资产为26.91亿元，较上年末下降45.42%，主要系民生人寿债券逆回购规模大幅下降所致；公司买入返售金融资产标的物以国债为主，占比83.79%，其余标的物均为企业债。

截至2020年末，公司其他应收款为26.82亿元，较上年末下降42.60%，主要系公司根据期限结构将部分其他应收款调整至长期应收款中核算及通联支付其他应收款减少所致。截至2020年末，公司对其他应收款计提坏账准备4.97亿元，计提比例较高，主要系通联支付支付业务计提减值准备所致。其他应收款中1年以内到期占比50.28%，公司其他应收款期末余额占比较高的单位欠款性质为信托业保障基金代垫款（占比4.81%）、信托项目代垫款（占比0.94%）。

截至2020年末，公司非流动性资产以可供出售金融资产和其他非流动资产为主，伴随民生人寿债券投资规模的增加和定期存款转入其他非

流动资产，非流动性资产规模有所增加；其中，可供出售金融资产和持有至到期投资存在一定比例的资产受限情况。

截至2020年末，公司非流动资产余额为1005.44亿元，较上年末增长40.98%，主要系当年民生人寿债券投资规模和定期存款规模大幅增加，使得其他非流动资产规模上升，以及可供出售金融资产规模上升所致；其中可供出售金融资产占比45.15%、其他非流动资产占比20.46%、持有至到期投资占比13.60%、长期股权投资占比7.14%。

公司可供出售金融资产以民生人寿投资资产为主。截至2020年末，公司可供出售金融资产为453.94亿元，较上年末增长39.84%，主要系民生人寿债券持仓增加所致；其中，主要为债券（占比79.22%），其余为信托产品、股权、股票、资管产品、理财产品和基金投资等。其中，截至2020年末，信托产品提取减值3.73亿元，占信托产品余额的12.15%，主要系国内外市场环境变化导致信托部分交易对手信用能力下降出现违约项目所致。

截至2020年末，公司持有至到期投资规模为136.74亿元，较上年末大幅增长48.63亿元，主要系民生人寿投资业务中持有的政府支持债券和地方债增长所致。截至2020年末，公司持有至到期投资以10年以上到期为主；债券品种主要以企业债券、政府支持债券和地方债为主，占比分别为33.54%、25.22%和20.81%。

截至2020年末，公司长期股权投资为71.83亿元，较上年末基本保持稳定，均为对联营企业的投资，主要包括对浙商银行股份有限公司（占比58.13%）和普星聚能股份公司（占比24.39%）的投资。截至2020年末，公司对长期股权投资计提减值准备11.31亿元，主要为根据浙商银行股份有限公司的股价和未来收益现金流折现计提的减值准备。

公司其他非流动资产主要包括应收账款类投资、存出资本保证金和定期存款等。截至2020年末，公司其他非流动资产为205.72亿元，较上年末大幅上升86.46%，主要系民生人寿98.00亿元定期存款计入非流动资产科目所致。

资产受限情况

截至2020年末，公司资产受限金额账面价值217.72亿元，较上年末增长11.03%，占资产总额比例为14.38%，资产存在一定受限，整体资产流动性一般。

表 12　截至 2020 年底公司资产受限情况（单位：亿元、%）

受限资产名称	账面价值	占资产总额比例	受限原因
货币资金	1.65	0.11	作为风险准备金
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产	20.49	1.31	卖出回购金融资产款的质押
可供出售金融资产	130.44	8.37	卖出回购金融资产款的质押
持有至到期投资	64.80	4.16	卖出回购金融资产款的质押
固定资产	0.34	0.02	用于担保
合计	**217.72**	**14.38**	**—**

资料来源：公司审计报告，联合资信整理

（2）资本结构

截至2020年末，公司所有者权益规模有所增加，其中未分配利润和少数股东权益占比较高。

截至2020年末，公司所有者权益合计207.01亿元，较上年末上升4.93%；其中，归属于母公司的所有者权益占比49.79%，少数股东权益占比50.21%，公司少数股东权益占比较高，主要系因公司直接及间接持有民生人寿的股份比例为43.84%。截至2020年末，归属于母公司的所有者权益中，实收资本占比11.64%，资本公积占比23.67%，未分配利润占比62.06%。

表 13 公司所有者权益主要构成（单位：亿元、%）

科目	2018 年末		2019 年末		2020 年末	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
归属于母公司所有者权益	**70.61**	**41.60**	**82.39**	**41.76**	**103.06**	**49.79**
其中：实收资本	12.00	17.00	12.00	14.57	12.00	11.64
资本公积	24.58	34.81	24.55	29.80	24.39	23.67
未分配利润	33.00	46.74	42.84	52.00	63.95	62.06
少数股东权益	**99.13**	**58.40**	**114.90**	**58.24**	**103.94**	**50.21**
所有者权益合计	**169.73**	**100.00**	**197.28**	**100.00**	**207.01**	**100.00**

注：计算归属于母公司所有者权益和少数股东权益占比，分母均为所有者权益；计算实收资本、资本公积和未分配利润的占比，分母为归属于母公司所有者权益

资料来源：公司审计报告、联合资信整理

截至2020年末，公司负债规模有所增长，负债结构以非流动负债为主。公司整体负债结构变化不大。

截至2020年末，负债总额1351.99亿元，较上年末增长16.60%，其中非流动负债占比62.29%，负债构成以非流动负债为主。

表 14 公司负债主要构成（单位：亿元、%）

项目	2018 年末		2019 年末		2020 年末	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
流动负债	**899.43**	**80.92**	**412.35**	**35.56**	**509.84**	**37.71**
其中：应付赔付款	15.23	1.69	24.14	5.85	25.91	5.08
卖出回购金融资产款	217.06	24.13	186.22	45.16	183.34	35.96
应付保单红利	20.58	2.29	23.43	5.68	27.78	5.45
保险合同准备金	507.57	56.43	6.28	1.52	3.48	0.68
其他流动负债	71.61	7.96	106.41	25.81	188.27	36.93
非流动负债	**212.03**	**19.08**	**747.17**	**64.44**	**842.16**	**62.29**
其中：应付债券	53.83	25.39	41.43	5.54	26.77	3.18
保户储金及投资款	115.11	54.29	91.43	12.24	73.97	8.78
其他非流动负债	26.62	12.55	595.25	79.67	722.86	85.83
负债总额	**1111.46**	**100.00**	**1159.51**	**100.00**	**1351.99**	**100.00**

注：计算流动负债和非流动负债占比，分母均为负债总额；计算流动负债和非流动负债包含科目的占比，分母分别为流动负债和非流动负债

资料来源：公司审计报告、联合资信整理

截至2020年末，公司流动负债为509.84亿元，较上年末上升23.64%，主要系其他流动负债中通联支付结算资金往来款增长所致；流动负债中卖出回购金融资产款占比35.96%，较上年末下降9.20个百分点；其他流动负债占比36.93%，较上年末上升11.12个百分点。

截至2020年末，公司卖出回购金融资产款为183.34亿元，较上年末下降1.55%，主要系民生人寿投资资产组合减少了债券卖出回购规模所致。公司卖出回购金融资产质押物均为债券。

截至2020年末，公司其他流动负债主要为通联支付结算资金往来款，占比超过90%；截至2020年末，公司其他流动负债188.27亿元，较上年末大幅上涨76.93%，主要系通联支付结算资金往来款增长所致。

截至2020年末，公司非流动负债为842.16亿

元，较上年末大幅增加94.99亿元，主要系民生人寿1年以上的保险合同准备金增加所致；非流动负债中仍以其他非流动负债占比为主，占比为85.83%。

截至2020年末，公司应付债券为26.77亿元，较上年末下降35.38%，主要系民生人寿完成次级债“15民生01”“15民生02”的兑付，母公司行权提前兑付公司债“17万向01”所致。

截至2020年末，公司保户储金及投资款为73.97亿元，较上年末下降19.10%，主要系当年支付保户利益所致。从期限结构看，截至2020年末，公司保户储金及投资款均为1年以上，且期限结构较分散，不存在未来集中兑付情况。

截至2020年末，公司其他非流动负债722.86亿元，较上年末增长21.44%，主要系民生人寿1年以上的保险合同准备金增长所致。截至2020年末，公司其他非流动负债中1年以上的保险合同准备金占比90.45%，其余为合并结构化主体其他持有者权益和期货风险准备金。

截至2020年末，公司全部债务规模有所下降，整体债务水平较高，但债务结构偏短期，需关注公司未来流动性管理。

有息债务方面，截至2020年末，公司全部债务为245.96亿元，较上年末下降4.89%；其中，短期债务占比87.74%，债务结构以短期债务为主，存在一定流动性管理压力。

杠杆水平方面，截至2020年末，公司资产负债率为86.72%，较上年末上升1.26个百分点，杠杆水平较高，但考虑到公司负债中保险合同准备金规模较大，仍属合理水平。截至2020年末，公司全部债务资本化比率为54.30%，长期债务资本化比率为12.71%，分别下降2.43和7.83个百分点，公司债务负担有所下降。

图 4　公司债务结构

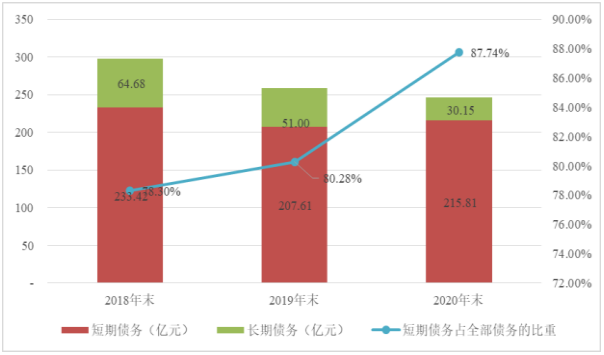
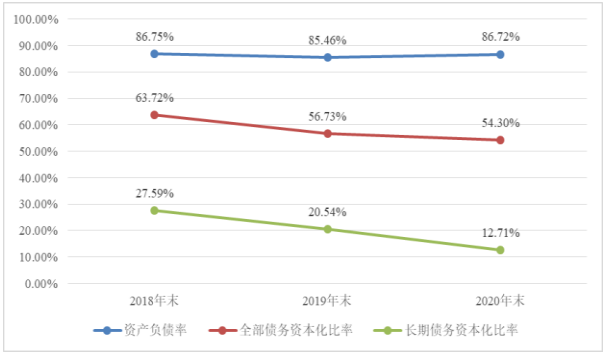


图 5　公司债务杠杆水平



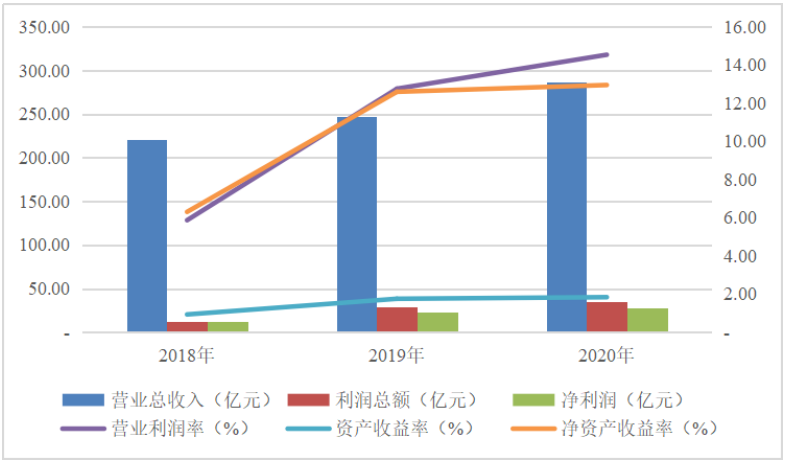
资料来源：公司财务报告，联合资信整理

（3）盈利能力

2020年，公司收入和利润规模均有所增长；利润对投资收益依赖度较高且资产减值对利润侵蚀较大，但整体盈利能力仍属较强。

2020年，公司实现利润总额35.50亿元，同比增长22.35%，主要系公司投资收益中金融资产处置收益增长所致，公司盈利对投资收益依赖的程度较高。2020年，随着营业总收入增加，公司营业总成本有所上升。2020年，公司营业总成本为246.33亿元，同比上升14.24%，主要系营业成本及提取保险合同准备金净额增长所致；从期间费用来看，2020年，公司期间费用总额为4.63亿元，同比大幅下降64.12%；2020年，公司资产减值损失为12.53亿元，同比增长56.76%，2020年资产减值损失主要系公司对长期股权投资、万向信托的信托资产和民生人寿其他资产计提减值损失所致。

图 6　公司盈利情况



资料来源：公司审计报告，联合资信整理

从盈利能力指标看，2020年，公司净资产收益率和资产收益率整体处于增长趋势，净资产收益率分为13.74%，资产收益率为1.91%，分别上升1.15个百分点和0.16个百分点；公司营业利润率为14.54%，较上年上升1.78个百分点，公司整体盈利能力较强。

从同行业对比来看，公司净资产收益率明显高于样本平均水平，资产负债率偏高。

表 15　截至 2020 年末同行业企业盈利情况对比（单位：%）

企业名称	资产收益率	净资产收益率	归母净资产收益率	资产负债率
陕西金融控股集团有限公司	1.20	3.25	3.84	61.95
山东省鲁信投资控股集团有限公司	1.20	3.53	3.06	65.12
厦门金圆投资集团有限公司	1.97	3.73	3.30	48.63
平均值	**1.46**	**3.51**	**3.40**	**58.57**
万向控股	1.91	13.74	11.23	86.72

资料来源：Wind、公司财务报告，联合资信整理

（4）现金流

2020年，公司经营活动净现金流为净流入状态，净流入规模大幅增长；投资活动由净流入转为净流出状态；受偿还债务支付的现金大幅度增加的影响，筹资活动现金流为净流出状态。公司经营对外部融资有一定的依赖度，整体现金流状况良好。

从经营活动来看，2020年，公司经营活动现金流量净额为净流入状态，同比增长78.34%，主要系通联支付收到的清算资金净额增加所致；公司经营活动现金流出同比增长2.80%。

从投资活动来看，2020年，公司投资活动现金流量净额由净流入转为净流出状态，主要系公司收回投资所收到的现金大幅减少所致。

从筹资活动来看，2020年，公司筹资活动现金为净流出状态，净流出规模同比下降20.57%。2020年，公司筹资活动现金流入同比增长155.18%，主要系取得借款所收到的现金大幅增加所致；筹资活动现金流出规模同比增长66.99%，主要系偿还债务支付的现金增加所致。

表 16 公司现金流量情况（单位：亿元）

项目	2018 年	2019 年	2020 年
经营活动现金流量净额	-26.36	70.70	126.08
投资活动现金流量净额	72.66	11.43	-130.54
筹资活动前净现金流	**46.30**	**82.12**	**-4.46**
筹资活动现金流量净额	11.69	-51.44	-40.86

现金及现金等价物净增加额	**58.22**	**30.70**	**-45.55**
期末现金及现金等价物余额	237.92	268.62	223.07

资料来源：公司审计报告，联合资信整理

3. 母公司报表分析

2020年，公司母公司层面为控股平台，无实际经营业务，资产负债率低；盈利主要依赖于持有子公司的投资收益，收入有所下降，符合投资控股型母公司特点；母公司期末现金及现金等价物规模较小。

截至 2020 年末，公司母公司口径资产 103.18 亿元，较年初减少 9.60%，主要系当年其他应收款中应收关联方往来款减少所致，资产结构以其他应收款（占比 12.60%）、长期股权投资（占比 63.94%）和预付账款（占比 7.14%，均为对上海冠鼎泽持有的民生人寿的股权转让款 7.37 亿元）为主。截至 2020 年末，公司母公司口径负债规模 32.31 亿元，主要由短期借款（占比 61.90%）和应付债券（36.45%）构成。其中，应付债券均为公司债，包括“18 万向 01”和“20 万向 01”。截至 2020 年末，公司母公司口径资产负债率为 31.32%，杠杆水平较低。截至 2020 年末，公司母公司口径所有者权益 70.87 亿元，较年初下降 13.19%，主要系未分配利润减少所致。

2020 年，母公司营业总收入主要来源于持有子公司的投资收益，占比在 99.00%以上。2020 年，公司母公司口径实现营业收入 9.85 亿元，同比减少 28.33%，主要系 2019 年确认长期股权投资产生的投资收益金额较大；实现净利润 4.21 亿元，同比减少 61.96%，主要系投资收益减少所致。

母公司口径现金流方面，2020 年，经营活动现金流量净额维持净流出状态，为 2.38 亿元；投资活动现金流净额由净流出转为净流入状态，为 20.40 亿元，主要系收回投资和投资收益所收到的现金大幅增加所致；筹资活动现金流净额由净流入转为净流出状态，为 17.03 亿元，主要系偿还债务支付的现金大幅增加所致；2020 年，期末现金及等价物余额为 1.69 亿元。

4. 偿债能力

2020年，公司短期偿债能力指标表现较好，长期偿债能力指标表现尚可，考虑到公司作为大型民营金融投资运营平台，资本实力很强，间接融资渠道畅通，整体偿债能力很强。

从短期偿债能力指标看，2020年，公司流动比率为108.57%，期末现金及现金等价物余额/短期债务倍数为1.03倍，公司短期偿债能力较好。从长期偿债能力指标看，2020年末，公司EBITDA为43.41亿元，同比增长14.72%，主要由利润总额、折旧和摊销构成，占比分别为81.78%、8.80%和5.26%。2020年，公司EBITDA利息倍数分别为24.00倍；公司全部债务/EBITDA倍数为5.67倍，EBITDA对全部债务的偿还能力尚可。

从母公司口径偿债指标来看，2020年，公司母公司口径流动比率为109.58%，公司母公司口径EBITDA为5.98亿元，EBITDA利息倍数为3.67倍，全部债务/EBITDA倍数为5.31倍。整体来看，母公司口径偿债能力指标表现尚可。

表 17　公司偿债能力指标

项目		合并			母公司		
		2018 年	2019 年	2020 年	2018 年	2019 年	2020 年
短期偿债能力指标	流动比率（%）	74.95	156.08	108.57	592.77	501.07	109.58
	筹资前净现金流流动负债比（%）	5.15	19.92	-0.87	1005.02	-39.96	87.75
	期末现金及现金等价物余额/短期债务（倍）	1.02	1.29	1.03	0.46	0.08	0.08
长期偿债能力指标	EBITDA（亿元）	36.37	37.84	43.41	43.28	12.97	5.98
	全部债务/EBITDA（倍）	8.20	6.83	5.67	0.66	2.49	5.31
	EBITDA 利息倍数（倍）	1.99	11.89	24.00	2.76	7.38	3.67

资料来源：公司财务报告，联合资信整理

5. 或有负债风险

截至2020年底，公司对外担保金额共计7.57亿元，占2020年末母公司资产总额为7.34%，占比一般。

未决诉讼方面，截至2020年末，公司子公司万向信托总计12笔重大诉讼，万向信托均作为信托计划管理人代表信托计划作为原告提起诉讼，案由主要为金融借款合同纠纷。12笔诉讼中，其中2笔已转让；其余10笔有8笔已取得胜诉生效判决（含调解）并已申请强制执行，2笔尚处于一审阶段。以上诉讼案件，已判决或调解的案件万向信托均取得胜诉，所有案件均进行了财产保全，大多数案件有抵（质）押物。同时，万向信托通过债权转让、债务重组、执行拍卖、现金清收等方式正有序实现债权回收。针对以上诉讼案件，万向信托已计提减值损失，可全额覆盖预计损失。

十、存续期内债券偿还能力分析

截至2021年6月20日，公司存续债券的短期偿债压力很小，主要指标对存续期内债券偿还保障效果较好，公司对存续期内债券偿还能力很强。

截至2021年6月20日，母公司口径公司存续债券余额共18.80亿元。考虑行权条件下，本年度剩余应到期债券金额为0.30亿元，母公司存续债券于2022年达到未来待偿债券本金峰值11.50亿元。总体看，期末现金及现金等价物余额对本年度剩余应到期债券保障能力强；母公司EBITDA对待偿债券本金峰值保障能力一般。

表 18　合并和母公司口径存续债券保障情况（单位：亿元、倍）

项 目	2020 年（合并口径）	2020 年（母公司口径）
本年度剩余应到期债券金额	0.30	0.30
未来待偿债券本金峰值	15.00	11.50
期末现金及现金等价物余额/本年度剩余到期债券金额	793.06	5.65
筹资前现金流入量/未来待偿债券本金峰值	47.98	3.46
筹资前净现金流/未来待偿债券本金峰值	3.09	1.57
EBITDA/未来待偿债券本金峰值	2.89	0.52

注：1. 本年度剩余到期债券金额=本年度应到期债券金额-本年度已兑付债券金额；2. 期末现金及现金等价物余额、筹资前现金流入量、筹资前净现金流和EBITDA均采用2020年度数据
资料来源：联合资信根据公司年报、最新财务报表及公开资料整理

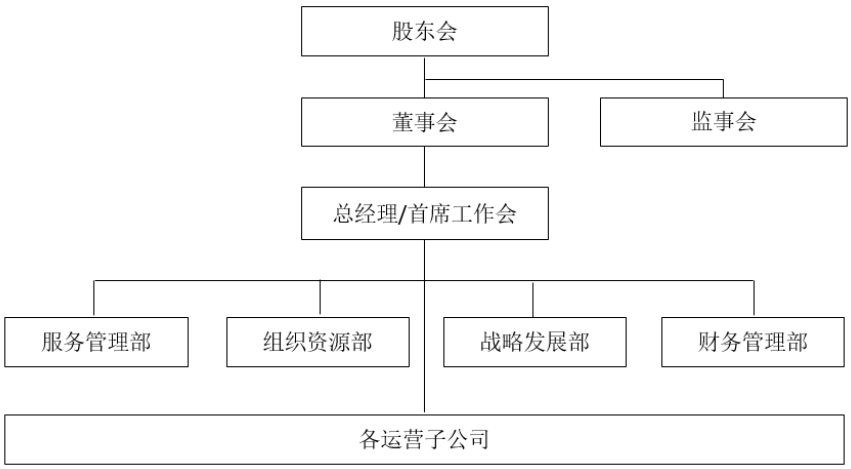
截至2021年6月20日，合并口径公司存续债券余额共33.80亿元。考虑行权条件下，本年度剩余应到期债券金额为0.30亿元，合并口径存续债券于2025年达到未来待偿债券本金峰值15.00亿元。总体看，合并口径期末现金及现金等价物余额对本年度剩余应到期债券保障能力强；合并口径筹资前现金流入量、筹资前净现金流和EBITDA对待偿债券本金峰值保障能力较好；

此外，考虑到公司具备较强的规模优势和综合竞争力，直接和间接融资渠道畅通，公司对存续期内债券偿还能力很强。

十一、结论

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级 AA$^+$；维持“20 万向 01”的债项信用等级为 AA$^+$，评级展望为稳定。

附件 1-1　截至 2021 年 3 月底中国万向控股有限公司组织架构图



资料来源：公司提供、联合资信整理

附件 1-2　截至 2021 年 3 月底中国万向控股有限公司主要子公司情况

序号	企业名称	主要业务	实收资本（亿元）	持股比例（%）	表决权比例（%）	取得方式
1	民生人寿保险股份有限公司	人寿保险、健康保险、意外伤害险等保险业务	60.00	43.84	43.84	2
2	万向信托股份公司	信托业务	13.39	76.50	76.50	1
3	万向租赁有限公司	融资租赁、租赁咨询等	3.00	100.00	100.00	1
4	通联数据股份公司	数据处理业务	3.00	100.00	100.00	1
5	上海万向区块链股份公司	网络信息、计算机网络科技领域内的技术开发、技术转让、技术咨询服务等	1.00	90.00	90.00	1
6	万向共享服务有限公司	商务服务、以承接服务外包的方式从事财务核算、结算、代理记账，计算机系统应用管理、维护，数据处理和存储富翁等	0.50	100.00	100.00	3
7	通惠期货有限公司	商品期货经纪、金融期货经纪	1.25	100.00	100.00	1
8	上海万链投资中心（有限合伙）	投资管理、投资咨询	1.50	99.00	99.00	1
9	北京网阔科技有限公司	互联网信息服务业务、增值电信业务、网站发布网络广告	0.77	100.00	100.00	2

注：取得方式：1.通过设立或投资取得的直接控股子公司；2.通过非同一控制下企业合并取得的直接控股子公司；3.本期新增新设立纳入合并范围的直接控股子公司

资料来源：公司提供

附件 2-1 中国万向控股有限公司主要财务数据及指标（合并口径）

项 目	2018 年	2019 年	2020 年
财务数据			
资产总额（亿元）	1281.19	1356.80	1559.00
所有者权益（亿元）	169.73	197.28	207.01
归属于母公司所有者权益（亿元）	70.61	82.39	103.06
短期债务（亿元）	233.42	207.61	215.81
长期债务（亿元）	64.68	51.00	30.15
全部债务（亿元）	298.10	258.61	245.96
营业总收入（亿元）	220.69	246.82	287.29
投资收益（亿元）	56.35	51.11	67.95
利润总额（亿元）	12.18	29.01	35.50
EBITDA（亿元）	36.37	37.84	43.41
筹资前净现金流（亿元）	46.30	82.12	-4.46
财务指标			
营业利润率（%）	5.87	12.76	14.54
总资产收益率（%）	0.93	1.75	1.91
净资产收益率（%）	6.30	12.59	13.74
归母净资产收益率（%）	7.62	12.83	11.23
长期债务资本化比率（%）	27.59	20.54	12.71
全部债务资本化比率（%）	63.72	56.73	54.30
资产负债率（%）	86.75	85.46	86.72
流动比率（%）	74.95	156.08	108.58
筹资前净现金流流动负债比（%）	5.15	19.92	-0.87
期末现金及现金等价物余额/短期债务（倍）	1.02	1.29	1.03
EBITDA 利息倍数（倍）	1.99	11.89	24.00
全部债务/EBITDA（倍）	8.20	6.83	5.67

资料来源：公司审计报告，联合资信整理

附件 2-2　中国万向控股有限公司主要财务数据及指标（公司本部/母公司口径）

项　目	2018 年	2019 年	2020 年
资产总额（亿元）	99.16	114.14	103.18
所有者权益（亿元）	70.52	81.63	70.87
短期债务（亿元）	4.50	8.30	20.00
长期债务（亿元）	23.90	23.93	11.78
全部债务（亿元）	28.40	32.23	31.78
营业收入（亿元）	43.89	13.74	9.85
投资收益（亿元）	43.79	13.64	9.75
利润总额（亿元）	27.42	11.05	4.21
EBITDA（亿元）	43.28	12.97	5.98
筹资前净现金流（亿元）	47.70	-3.43	18.02
营业利润率（%）	62.48	80.45	69.38
资产收益率（%）	27.07	10.37	3.87
净资产收益率（%）	33.53	14.53	5.52
长期债务资本化比率（%）	25.31	22.67	14.25
全部债务资本化比率（%）	28.71	28.30	30.96
资产负债率（%）	28.88	28.48	31.32
流动比率（%）	592.77	501.07	109.58
筹资前净现金流流动负债比（%）	1005.02	-39.96	87.75
期末现金及现金等价物余额/短期债务（倍）	0.46	0.08	0.08
EBITDA 利息倍数（倍）	2.76	7.38	3.67
全部债务/EBITDA（倍）	0.66	2.49	5.31

资料来源：公司审计报告，联合资信整理

附件 3　主要财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
年均增长率或变动率	（1）2 年数据：增长率=（本期-上期）/上期×100% （2）n 年数据：增长率=[（本期/前 n 年）^（1/（n-1））-1]×100%
盈利指标	
营业利润率	营业利润/营业收入×100%
总资本收益率	（净利润+计入财务费用的利息支出）/[（期初所有者权益+期初全部有息债务+期末所有者权益+期末全部有息债务）/2]×100%
资产收益率	当期净利润/[（期初资产总额+期末资产总额）/2]×100%
净资产收益率	当期净利润/[（期初所有者权益+期末所有者权益）/2]×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总额×100%
全部债务资本化比率	全部有息债务/（全部有息债务+所有者权益）×100%
长期债务资本化比率	长期债务/（长期债务+所有者权益）×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/ EBITDA	全部债务/ EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
筹资前净现金流流动负债比	筹资前净现金流/流动负债合计×100%
期末现金及现金等价物余额/短期债务	期末现金及现金等价物余额/短期债务

注：短期债务=短期借款+拆入资金+应付票据+卖出回购金融资产款+一年内到期的非流动负债中的有息债务+应付短期债券+其他科目里的短期有息债务

长期债务=长期借款+应付债券+其他科目里的长期有息债务

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+计入利润表的利息支出+折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+计入利润表的利息支出

企业执行新会计准则后，所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

筹资前净现金流=经营活动产生的现金流量净额+投资活动产生的现金流量净额

附件 4-1　主体长期信用等级设置及其含义

联合资信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

附件 4-2　中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

附件 4-3　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

权利与免责声明

1. 本报告所列示的相关债券或证券的跟踪评级结果，不得用于其他债券或证券的发行活动。

2. 本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，任何机构和个人不得复制、转载、出售和发布；经授权使用的，不得对有关内容进行歪曲和篡改，且不得用于任何非法或未经授权的用途。

3. 联合资信对本报告所使用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证；本报告的评级结论及相关分析为联合资信基于相关信息和资料对评级对象所发表的前瞻性观点，而非事实陈述；并非且不应被视为购买、出售、持有任何资产的投资建议。

4. 联合资信保留对评级结果予以调整、更新、终止与撤销的权利。

5. 联合资信不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）因使用本报告及联合资信采取评级调整、更新、终止与撤销等评级行动而导致的任何损失负责，亦不对发行人因使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。

6. 任何使用者使用本报告均视为同意本权利与相关免责条款。