

信用评级公告

联合〔2022〕5615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⁺，维持“20 万向 01”“21 万向 01”的信用等级为 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：

二〇二二年六月二十八日

中国万向控股有限公司公开发行公司债券

2022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
21 万向 01	AA ⁺	稳定	AA ⁺	稳定

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	2023/09/22
21 万向 01	7.00 亿元	7.00 亿元	2023/06/02

评级时间：2022 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	V3.1.202204
一般工商企业主体信用评级模型（打分表）	V3.1.202204

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	F2	现金流	资产质量	4
			盈利能力	1
			现金流量	5
		资本结构		3
		偿债能力		2
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。2021 年，公司保险业务和信托业务仍处于行业中游水平，整体业务发展平稳，资产规模较大，综合实力较强。

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，公司投资资产及主要金融子公司资产均面临一定信用风险。此外，公司有息债务以短期为主，需持续关注公司流动性管理情况；母公司盈利波动较大且偿债能力指标表现较差。

未来，随着公司旗下产业调整和业务整合，以及未来战略的执行，公司业务竞争力有望进一步提升。

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AA⁺，维持“20 万向 01”和“21 万向 01”的信用等级为 AA⁺，评级展望为稳定。

优势

1. 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，资本实力较强，具备较强的规模优势和综合竞争力。
2. 2021 年，公司业务发展平稳。2021 年，公司保险业务和信托业务处于行业中游水平，对公司收入利润贡献度较大，资产规模保持增长。

关注

1. 营业总收入受公允价值变动损益和投资收益变化较大。未来实现情况存在一定的不确定性。公司营业总收入中公允价值变动损益和投资收益变化较大，主要系子公司民生人寿投资受市场波动影响较大，收入利润实现情况尚存在一定不确定性。2021 年，公司民生人寿持有的投资资产公允价值变动收益为负、投资收益下降及信托手

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

- 续费收入下降综合影响所致导致利润大幅下滑。
2. **投资资产面临的信用风险需关注。**近年来，宏观经济下行压力较大，外部信用风险上升，公司投资资产中包含着较大规模的债券和信托计划等产品，且万向信托业务中房地产业占比高，相关信用风险仍需关注。
 3. **债务期限偏短期，关注流动性管理。**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	2019 年	2020 年	2021 年
资产总额（亿元）	1356.80	1559.00	1623.82
负债总额（亿元）	1159.51	1351.99	1419.37
所有者权益（亿元）	197.28	207.01	204.45
归属于母公司所有者权益（亿元）	82.39	103.06	93.67
短期债务（亿元）	207.61	216.03	154.97
全部债务（亿元）	258.61	246.18	197.59
营业总收入（亿元）	246.82	287.29	253.18
投资收益（亿元）	51.11	67.95	58.91
利润总额（亿元）	29.01	35.50	10.82
EBITDA（亿元）	37.84	43.41	17.75
筹资前净现金流（亿元）	82.12	-4.46	100.28
营业利润率（%）	12.76	14.54	4.95
净资产收益率（%）	12.59	13.74	5.05
资产负债率（%）	85.46	86.72	87.41
全部债务资本化比率（%）	56.73	54.32	49.15
流动比率（%）	156.08	95.39	123.55
EBITDA 利息倍数（倍）	11.89	24.00	11.75
全部债务/EBITDA（倍）	6.83	5.67	11.13
公司本部（母公司）			
项 目	2019 年	2020 年	2021 年
资产总额（亿元）	114.14	103.18	96.52
所有者权益（亿元）	81.63	70.87	63.11
全部债务（亿元）	32.23	31.78	31.48
营业收入（亿元）	13.74	9.85	0.56
投资收益（亿元）	13.64	9.75	0.37
利润总额（亿元）	11.05	4.21	-0.95
净资产收益率（%）	14.53	5.52	-1.41
资产负债率（%）	28.48	31.32	34.61
全部债务资本化比率（%）	28.30	30.96	33.28
流动比率（%）	501.07	109.58	57.10

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

主体评级历史：

信用等级	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
AA ⁺	稳定	2021/6/28	刘嘉 张晨露	一般工商企业信用评级方（V3.0.201907） 一般工商企业主体信用评级模型（打分表）（V3.0.201907）	阅读全文
AA ⁺	稳定	2020/9/8	刘嘉 张晨露	（原联合评级）工商企业信用评级方法总论	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；2019年8月1日之前的评级方法和评级模型均无版本编号；评级报告无链接为未公开项目

声 明

一、本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，严禁以任何形式/方式复制、转载、出售、发布或将本报告任何内容存储在数据库或检索系统中。

二、本报告是联合资信基于评级方法和评级程序得出的截至发表之日的独立意见陈述，未受任何机构或个人影响。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，而非对评级对象的事实陈述或鉴证意见。联合资信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。

三、本报告所含评级结论和相关分析不构成任何投资或财务建议，并且不应当被视为购买、出售或持有任何金融产品的推荐意见或保证。

四、本报告不能取代任何机构或个人的专业判断，联合资信不对任何机构或个人因使用本报告及评级结果而导致的任何损失负责。

五、本报告系联合资信接受中国万向控股有限公司（以下简称“该公司”）委托所出具，引用的资料主要由该公司或第三方相关主体提供，联合资信履行了必要的尽职调查义务，但对引用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。联合资信合理采信其他专业机构出具的专业意见，但联合资信不对专业机构出具的专业意见承担任何责任。

六、除因本次评级事项联合资信与该公司构成评级委托关系外，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。

七、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债券到期兑付日有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内评级结果有可能发生变化。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。

八、任何机构或个人使用本报告均视为已经充分阅读、理解并同意本声明条款。

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

2022 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、主体概况

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2018年末，公司注册资本增至12.00亿元，鲁伟鼎持股比例为71.67%。2020年4月，公司股东鲁伟鼎将其持有的部分股权作价转让给徐安良，鲁伟鼎持股比例降至70.95%。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，各股东持股比例不变。2021年9月，公司注册资本变更至50.00亿元，10月，原股东以货币资金形式认缴实收资本至50.00亿元，且由北京金华诚信会计师事务所出具验资报告，其中鲁伟鼎直接持股比例增加至74.57%。截至2021年末，公司注册资本和实收资本均为50.00亿元（股权结构图详见附件1-1），鲁伟鼎直接及间接合计持股88.57%，为公司实际控制人，鲁伟鼎及其他股东均未质押公司股权。

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年末，公司本部设有服务管理部、组织资源部、战略发展部、信息技术部和财务管理部5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11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，并通过民生人寿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2021年末，公司合并口径职工人数16076人，本部职工人数85人。

截至2021年末，公司合并资产总额1623.82亿元，负债合计1419.37亿元，所有者权益合计204.45亿元，其中归属于母公司的所有者权益93.67亿元。2021年，公司实现营业总收入253.18亿元，利润总额10.82亿元；经营活动产生的现金流量净额62.47亿元，现金及现金等价物净增加额15.68亿元。

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、本次跟踪债券概况

本次跟踪债券见下表，募集资金均已按指定用途使用完毕，并在付息日正常付息。

表1 本次跟踪评级债券概况

债券名称	发行金额	债券余额	起息日	期限
20 万向 01	11.50 亿元	11.50 亿元	2020/09/22	(2+1) 年
21 万向 01	7.00 亿元	7.00 亿元	2021/06/02	2 年

资料来源：联合资信整理

四、宏观经济与政策环境分析

1. 宏观政策环境和经济运行回顾

2022 年一季度，中国经济发展面临的国内外环境复杂性和不确定性加剧，有的甚至超出预期。全球经济复苏放缓，俄乌地缘政治冲突导致全球粮食、能源等大宗商品市场大幅波动，国内多地疫情大规模复发，市场主体困难明显增

加，经济面临的新的下行压力进一步加大。在此背景下，“稳增长、稳预期”成为宏观政策的焦点，政策发力适当靠前，政策合力不断增强，政策效应逐渐显现。

经初步核算，2022年一季度，中国国内生产总值 27.02 万亿元，按不变价计算，同比增长 4.80%，较上季度两年平均增速¹（5.19%）有所回落；环比增长 1.30%，高于上年同期（0.50%）但不及疫情前 2019 年水平（1.70%）。

三大产业中，第三产业受疫情影响较大。

2022 年一季度，第一、二产业增加值同比增速分别为 6.00%和 5.80%，工农业生产总体稳定，但 3 月受多地疫情大规模复发影响，部分企业出现减产停产，对一季度工业生产造成一定的拖累；第三产业增加值同比增速为 4.00%，不及上年同期两年平均增速（4.57%）及疫情前 2019 年水平（7.20%），接触型服务领域受到较大冲击。

表 2 中国主要经济数据

项目	2021 年 一季度	2021 年 二季度	2021 年 三季度	2021 年 四季度	2022 年 一季度
GDP 总额（万亿元）	24.80	28.15	28.99	32.42	27.02
GDP 增速（%）	18.30(4.95)	7.90(5.47)	4.90(4.85)	4.00(5.19)	4.80
规模以上工业增加值增速（%）	24.50(6.79)	15.90(6.95)	11.80(6.37)	9.60(6.15)	6.50
固定资产投资增速（%）	25.60(2.90)	12.60(4.40)	7.30(3.80)	4.90(3.90)	9.30
房地产投资（%）	25.60(7.60)	15.00(8.20)	8.80(7.20)	4.40(5.69)	0.70
基建投资（%）	29.70(2.30)	7.80(2.40)	1.50(0.40)	0.40(0.65)	8.50
制造业投资（%）	29.80(-2.0)	19.20(2.00)	14.80(3.30)	13.50(4.80)	15.60
社会消费品零售（%）	33.90(4.14)	23.00(4.39)	16.40(3.93)	12.50(3.98)	3.27
出口增速（%）	48.78	38.51	32.88	29.87	15.80
进口增速（%）	29.40	36.79	32.52	30.04	9.60
CPI 涨幅（%）	0.00	0.50	0.60	0.90	1.10
PPI 涨幅（%）	2.10	5.10	6.70	8.10	8.70
社融存量增速（%）	12.30	11.00	10.00	10.30	10.60
一般公共预算收入增速（%）	24.20	21.80	16.30	10.70	8.60
一般公共预算支出增速（%）	6.20	4.50	2.30	0.30	8.30
城镇调查失业率（%）	5.30	5.00	4.90	5.10	5.80
全国居民人均可支配收入增速（%）	13.70(4.53)	12.00(5.14)	9.70(5.05)	8.10(5.06)	5.10

注：1.GDP 数据为当季值，其他数据均为累计同比增速；2.GDP 总额按现价计算，同比增速按不变价计算；3.出口增速、进口增速均以美元计价统计；4.社融存量增速、城镇调查失业率为期末值；5.全国居民人均可支配收入增速为实际同比增速；6.2021 年数据中括号内为两年平均增速

资料来源：联合资信根据国家统计局、中国人民银行和 Wind 数据整理

需求端，消费市场受到疫情冲击较大，固定资产投资增速处于相对高位，出口仍保持较高景气度。消费方面，2022 年一季度社会消费品零售总额 10.87 万亿元，同比增长 3.27%，不及上年同期两年平均增速水平（4.14%），主要是 3 月疫情对消费，特别是餐饮等聚集型服务消费，造成了较大冲击。投资方面，2022 年一季度全国固定资产投资（不含农户）10.49 万亿元，同比增长 9.30%，处于相对高位。其中，房

地产开发投资继续探底；基建投资明显发力，体现了“稳增长”政策拉动投资的作用；制造业投资仍处高位，但 3 月边际回落。外贸方面，出口仍保持较高景气度。2022 年一季度中国货物进出口总额 1.48 万亿美元，同比增长 13.00%。其中，出口 8209.20 亿美元，同比增长 15.80%；进口 6579.80 亿美元，同比增长 9.60%；贸易顺差 1629.40 亿美元。

CPI 同比涨幅总体平稳，PPI 同比涨幅逐

¹为剔除基数效应影响，方便对经济实际运行情况进行分析判断，文中使用的 2021 年两年平均增速为以

2019 年同期为基期计算的几何平均增长率，下同。

月回落。2022 年一季度 CPI 同比增长 1.10%，猪肉等食品价格下跌对冲了部分能源价格上涨推动的上行空间。一季度 PPI 同比增长 8.70%，各月同比增速回落幅度有所收敛；PPI 环比由降转升，上行动力增强，输入型通胀压力抬升。地缘政治等因素导致国际能源和有色金属价格剧烈波动，带动国内油气开采、燃料加工、有色金属等相关行业价格上行。

社融总量扩张，财政前置节奏明显。2022 年一季度新增社融规模 12.06 万亿元，比上年同期多增 1.77 万亿元；3 月末社融规模存量同比增长 10.60%，增速较上年末高 0.30 个百分点。从结构看，财政前置带动政府债券净融资大幅增长，是支撑社融扩张的主要动力，一季度政府债券净融资规模较上年同期多增 9238 亿元。其他支撑因素包括对实体经济发放的人民币贷款和企业债券净融资较上年同期分别多增 4258 亿元和 4050 亿元。

财政收入运行总体平稳，民生等重点领域支出得到有力保障。2022 年一季度，全国一般公共预算收入 6.20 万亿元，同比增长 8.60%，财政收入运行总体平稳。其中，全国税收收入 5.25 万亿元，同比增长 7.70%，主要是受工业企业利润增长带动，但制造业中小微企业缓税政策延续实施等因素拉低了税收收入增幅。支出方面，2022 年一季度全国一般公共预算支出 6.36 万亿元，同比增长 8.30%，为全年预算的 23.80%，进度比上年同期加快 0.30 个百分点。民生等重点领域支出得到了有力保障，科学技术、教育、农林水、社会保障和就业、卫生健康支出同比分别增长 22.40%、8.50%、8.40%、6.80%、6.20%。

稳就业压力有所加大，居民收入稳定增长。2022 年一季度，城镇调查失业率均值为 5.53%，其中 1 月、2 月就业情况总体稳定，调查失业率分别为 5.30%、5.50%，接近上年同期水平，环比小幅上升，符合季节性变化规律；而 3 月以来局部疫情加重，城镇调查失业率上升至 5.80%，较上年同期上升 0.50 个百分点，稳就业压力有所增大。2022 年一季度，全国居民人均可支配

收入 1.03 万元，实际同比增长 5.10%，居民收入稳定增长。

2. 宏观政策和经济前瞻

把稳增长放在更加突出的位置，保持经济运行在合理区间，实现就业和物价基本稳定。

2022 年 4 月，国务院常务会议指出，要把稳增长放在更加突出的位置，统筹稳增长、调结构、推改革，切实稳住宏观经济大盘。保持经济运行在合理区间：部署促进消费的政策举措，助力稳定经济基本盘和保障改善民生；决定进一步加大出口退税等政策支持力度，促进外贸平稳发展；确定加大金融支持实体经济的措施，引导降低市场主体融资成本。实现就业和物价基本稳定：着力通过稳市场主体来保就业；综合施策保物流畅通和产业链供应链稳定，保粮食能源安全。

疫情叠加外部局势影响，经济稳增长压力加大。生产端，停工停产、供应链受阻以及原材料价格上涨对工业生产的拖累还需关注；需求端，投资对经济的拉动作用有望提升，可能主要依靠基建投资的发力；国内疫情的负面影响短期内或将持续，制约消费的进一步复苏；在俄乌局势紧张、美联储货币政策加速紧缩等国际背景下，叠加上年基数攀升的影响，出口对于经济的支撑大概率会逐步回落。有鉴于此，IMF、世界银行等国际机构均降低了对中国经济增长的预测。预计未来经济增长压力仍然较大，实现 5.50% 增长目标的困难有所加大。

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

2021 年以来，受新冠疫情及重疾险产品范围变更转换等原因的影响，人身险业务原保险保费收入同比有所下滑；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，健康险保费收入规模及占人身险原保险保费收入的比重有所提升。

2021 年以来，随着新冠疫情的反复，代理人营销渠道持续受阻，代理人队伍存在人员流失情况；另一方面，由于 2021 年年初重疾险产品范围变更转换，使得 2020 年末存在短期内的重疾险产品销售透支，2021 年年初传统保障类主要产品重疾险的开门红销售难度明显加大，销售量较上年同期明显下降；此外，随着居民保险意识的提升，保险产品覆盖程度持续提升，对保障型产品需求释放将程度有所降低，上述原因导致 2021 年人身险公司原保费收入有所下滑；2021 年，人身险业务原保险保费收入 3.12 万亿元，同比下滑 1.42%。其中，普通寿险实现原保险保费收入 2.36 万亿元，同比下滑 1.71%；健康险业务实现原保险保费收入 0.71 万亿元，同

比增长 0.14%。资产方面，截至 2021 年末，人身险公司总资产 21.39 万亿元，同比增长 7.06%。

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，2021 年，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，在监管趋严及新冠肺炎疫情持续反复的背景下仍保持相对稳定的市场份额，其中部分险企市场份额有所提升。2021 年，在新冠肺炎疫情持续反复的背景下，部分中小保险公司面临展业困难、代理人流失等情况，同时其保险业务结构面临较大调整压力，原保险保费收入增速有所放缓。截至 2021 年末，根据保险业协会披露数据统计，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 60%左右（见下表）。

表 3 人身保险公司市场集中度（原保险保费收入）（单位：%）

排名	2019 年		2020 年		2021 年	
	公司	占比	公司	占比	公司	占比
1	国寿股份	19.22	国寿股份	19.35	国寿股份	19.85
2	平安人寿	16.70	平安人寿	15.03	平安人寿	14.64
3	太保人寿	7.18	太保人寿	6.58	太保人寿	6.71
4	华夏人寿	6.18	新华人寿	5.04	新华人寿	5.24
5	太平人寿	4.75	华夏人寿	4.64	泰康人寿	4.95
6	新华人寿	4.67	太平人寿	4.56	太平人寿	4.76
7	泰康人寿	4.42	泰康人寿	4.54	人保寿险	3.10
8	人保寿险	3.32	人保寿险	3.04	中邮人寿	2.75
9	前海人寿	2.59	中邮人寿	2.59	富德生命人寿	2.59
10	中邮人寿	2.28	前海人寿	2.47	前海人寿	2.30
	合计	71.31	合计	67.85	合计	61.94

资料来源：2019 - 2021 数据来自 Wind 及保险行业协会网站，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。2021 年，我国寿险产品原保险保费收入占比仍维持在较高水平。在新冠肺炎疫情的影响下，居民保障意识有所增强，医疗及重疾等健康险险种需求持续增

长；同时 2021 年以来，各地持续加强普惠型商业医疗险的推出，该类普惠型医疗险作为社保的补充，具有参保条件较为宽松、定价低且保额高等优势，通过各地政府在与险企在各类平台的宣传，进一步促进了健康险保费收入规模的提升。2021 年，寿险和健康险业务收入分别占人身险原保险保费收入的 75.49%和 22.64%。随着监管政策对保险公司中短存续期产品和快返型产品监管约束趋严，保险公司寿险产品逐渐

由理财型向保障型回归，保险产品结构趋于稳健；2021年以来，万能险业务规模持续收缩，由于固收类投连险业务对资本占用规模较小，人身险公司持续加大固收类投连险业务的拓展力度，投连险业务规模增幅较大。

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，业务发展面临较大结构调整压力。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。

受经济下行及疫情因素持续影响，保险公司承保利润增长压力加大，人身险和财产险行业的分化效应不断凸显，头部险企市场份额稳固且行业利润占比较高；此外，保险公司可运用资金规模稳步增长，但在优质资产稀缺的背景下，面临一定配置压力，未来盈利水平提升的挑战增加。

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。2021年，保险公司实现原保险保费收入4.49万亿元，同比下降0.79%，其中，财产险原保险保费收入1.37万亿元，人身险原保险保费收入3.12万亿元。

从赔付支出来看，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，由于经济下行且信用风险事件频发，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。2021年，保险公司原保险赔付支出1.56万亿元，按可比口径，行业汇总原保险赔付支出同比增长14.12%，其中，财产险业务累计赔付支出7688亿元；人身险业务累计赔付支出7921亿元，从细分业务来看，寿险业务赔付支出3540亿元，健康险业务赔付支出4029亿元，人身意外伤害险业务赔付支出352亿元。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。

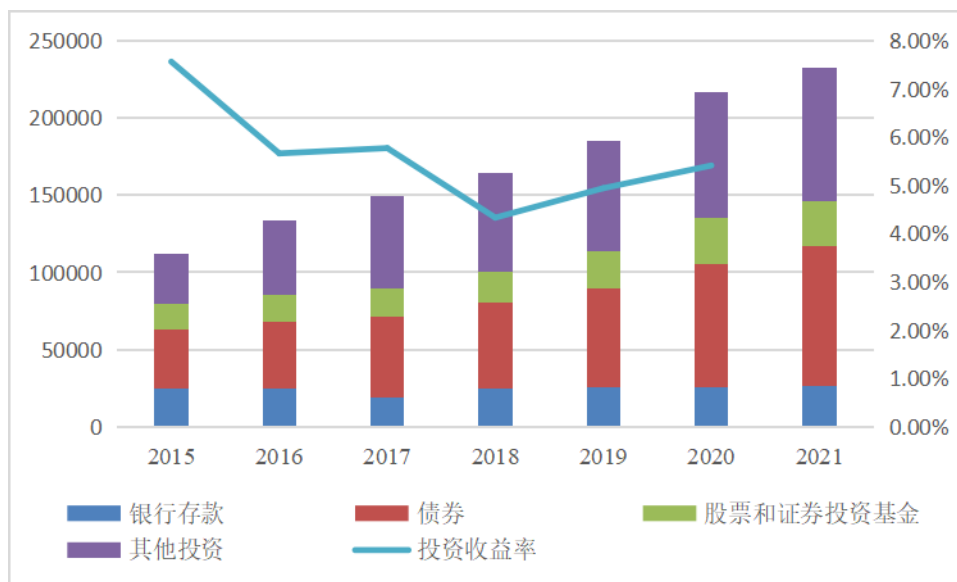
投资收益方面，新冠肺炎疫情短期内加剧了非标资产供给不足的问题，同时随着信用风险暴露的逐步加剧，保险公司亦加大了对非标项目的风险排查力度，非标资产配置比例进一步下降；另一方面，随着2020年4月疫情逐步控制后货币政策的收紧，利率水平重回上升通道，叠加2020年地方政府专项债、抗疫特别国债发行量的显著增长，长久期资产供给的增多亦使得保险公司债券配置力度相应增加。此外，在监管政策以及市场机会引导下，保险公司权益类投资规模和收益水平不断提升。截至2021年末，国内保险资金运用余额23.23万亿元，较上年末增长7.14%。从投资资产结构来看，截至2021年末，保险公司银行存款与债券投资合计占总资金运用金额的比例为50.31%，较2019年末上升1.74个百分点；股票和证券投资基金占比12.70%，下降1.06个百分点；其他投资占比36.99%，下降0.68个百分点。

投资收益方面，2021年以来长端利率呈现波动下行的趋势，权益市场价值波动及板块轮动较为频繁，迫使保险公司适当拉长固收资产久期并把握权益资产的价格窗口进行处置变现，投资收益实现难度加大。但值得注意的是，中小保险公司在市场波动加大的背景下资产配置压力增加较明显，同时由于保险业务转型、偿付能力制约和投研能力不足等因素导致投资收益增厚手段相对有限，与头部险企的投资绩效差异趋于明显。考虑到目前资本市场整体处于低利率的环境且将持续，未来投资收益水平的提升面临一定压力。

利润表现方面，2021 年以来，随着疫情在全球范围内得到控住，进入后疫情时期，面对全球主要发达经济体宽松货币政策的外溢影响，我国通过降准、再贷款、再贴现、中期借贷便利、公开市场操作等多种货币政策工具，引导货币市场利率围绕公开市场操作利率平稳运行，满足实体经济流动性需求。2021 年以来，货币政策延续稳健灵活的主要基调，宏观经济的基本面保持相对稳定，但受经济增速下行及疫情持续影响，煤炭、房地产、城投平台等投资领域的信用分层愈发明显，使得对资产久期、安全性要求较高的保险资金配置压力不断增加，加之权

益市场波动加大，投资收益增长有所承压。另一方面，新单保费收入增速下降、车险综合改革等措施使得保险行业保费收入承压，会计准则变更加大保险公司准备金计提规模，导致盈利水平呈现下行趋势。2021 年，人身险公司共计实现净利润 2011 亿元，较上年同期下降 19%；财产险公司共计实现净利润 527 亿元，同比增长 5.9%，但亏损险企数量有所增长，同时人保财险、平安财险和太保财险三家头部财险公司实现净利润共计 456 亿元，占全行业净利润的 85% 以上，中小财险公司盈利承压加剧。

图 1 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

人身险公司整体偿付能力保持较好水平，监管不断健全多样的资本补充工具，资本补充渠道进一步拓宽，但仍需关注业务的快速发展对保险公司资本的消耗以及“偿二代二期”全面实施等因素对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 36 个建设项目。2021 年 12 月 30 日，中国银保监会发布《保险公司偿付能力监管规则(II)》

（下称“规则 II”），标志着“偿二代”二期工程建设顺利完成，保险业自编报 2022 年第 1 季度偿付能力季度报告起全面实施规则 II，对于受规则 II 影响较大的保险公司，中国银保监会将根据实际情况确定过渡期政策，允许在部分监管规则上分步到位，最晚于 2025 年起全面执行到位。根据银保监会公布的 2021 年保险业偿付能力状况数据显示，截至 2021 年四季度末，我国人身险保险公司行业平均综合偿付能力充足率为 222.5%，整体行业偿付能力水平相较于上季度末有所下降，偿付能力充足，风险处于较低水平。从已披露 2021 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红线，其中共有 9 家人身险公司综合偿付能力充足率低于 150%，1 家公司核心偿付能力充足率低于 100%。此外，渤海人寿、信泰人寿、合众人寿、前海人寿、上海人寿和珠江人寿 6 家公司的风险评级为 C 类，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。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。考虑到目前银保监会偿二代二期工程建设顺利完成，随着偿二代二期工程的全面实施，部分保险公司偿付能力水平面临一定提升压力。

近年来，业务规模的快速发展、资本市场的波动、人身险公司价值转型以及监管力度的加大等因素对保险公司偿付能力稳定带来不利影响，叠加新冠疫情反复对展业形成的冲击，保险公司资本补充需求加大。目前我国保险公司主要通过股东增资、引进战略投资者、发行资本补充债券以及资本内生渠道等方式补充资本。2021 年 11 月，中国人民银行和中国银保监会共同起草了《关于保险公司发行无固定期限资本债券有关事项的通知（征求意见稿）》，核心资本补充渠道进一步拓宽。2021 年，人身险公司实际发行资本补充债券 449.00 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股东增资扩股、资本内生等方式补充资本，2021 年共有 30 家保险机构在中国保险行业协会官网发布变更注册资本的公告，合计拟增资 645.97 亿元，远高于 2020 年全年水平，其中人身险公司中中邮人寿、平安健康险、鼎城人寿、东吴人寿及平安养老险获准增加注册资本规模均不低于 20 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；监管不断健全多样的资本补充工具，资本补充渠道进一步拓

宽，资本结构持续优化。

监管政策不断细化推动保险行业监管制度体系不断完善，监管政策整体延续审慎的基调。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。

2021 年，银保监会继续保持审慎的监管态势并逐步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。2021 年，在疫情及居民收入的不确定性等因素的影响，保险行业整体发展有所放缓，但监管力度并未因此而下降。相较于 2020 年，银保监会在保险行业处罚力度方面有所加大，处罚涉及处罚金额和罚单总数均有所增加。

2021 年全国保险监管系统累计公布了 2020 张监管处罚的罚单，罚单总金额高达 2.81 亿元，涉及 299 家保险机构。从受罚机构类型上看，财产险、人身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最高。从处罚原因方面来看，2021 年监管处罚中违法违规事由类型主要为编制提供虚假报告、报表、文件、资料；虚列费用；虚列中介业务等。行政处罚类型主要包括警告或罚款；责令改正；撤销任职资格等。

在政策制定方面，2021 年全年银保监会累计发布保险相关各类政策 67 项；其中，涉及人身险政策发文最多。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，2021 年，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》《关于做好短期健康保险业务客户服务工作的通知》，明确规范短期健康保险续保、信息披露、销售和客户服务等问题，相关政策的出台进一步规范健康险业务。产品方面，银保监会发布《关于进一步丰富人身保险产品供给的指导意见》，提出保险机构应有效提升人身保险产品供给能力；同时，发布相关文件以开展专属商业养老保险试点、规范保险公司参与长期护理险试点。此外，政策进一步明确城乡居民大病保险业务、意外伤害保险业务、互联网人身保险等业务的管理办法。

财产险方面，2021年8月，银保监会发布《财产保险公司保险条款和保险费率管理办法》，进一步规范财产保险公司条款开发和费率厘定行为，规范公司保险条款费率报送行为。2021年5月，五部委联合发布《关于金融支持新型农业经营主体发展的意见》，提出探索构建涵盖财政补贴基本险、商业险和附加险等的农业保险产品体系。

在中介渠道方面，2021年银保监会出台保险中介行政许可及备案实施办法，提高保险中介许可及备案事项的办事效率；印发保险中介机构信息化工作监管办法，提出保险中介机构信息化建设的具体要求；明确保险中介市场对外开放有关措施的通知，有助于进一步扩大保险业对外开放，促进保险业健康有序发展。

资金运用方面，银保监会出台相关政策，推动保险资金投资公开募集基础设施证券投资基金（REITs）；取消保险资金投资金融企业债券外部信用评级要求，同时放松投资非金融企业债券外部信用评级要求，有利于进一步丰富保险资产配置结构。在资本补充方面，监管出台征求意见稿，允许保险公司发行无固定期限资本债券，有利于拓展保险公司融资渠道，提升风险抵御能力。

此外，2021年，银保监会在消费者权益保护、强化保险公司股东监管、规范互联网保险业

务、强化再保险业务及保险集团公司监管等方面均进一步细化，为保险行业的健康发展夯实制度基础。

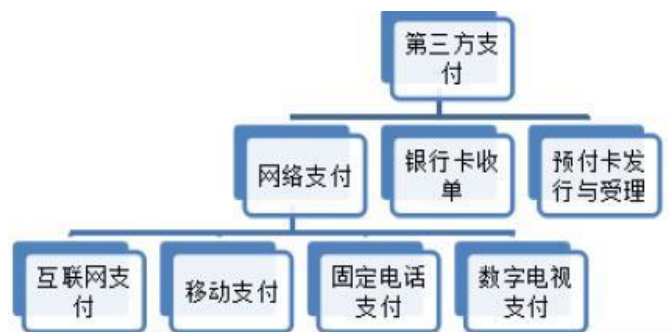
2022年1月，银保监会发布《保险公司非现场监管暂行办法》，建立统一的非现场监管工作标准。银保监会指出制定非现场监管暂行办法主要目的是服务于机构监管，因此强调机构监管部门作为非现场监管的牵头部门，并围绕机构监管部门的职责明确相关非现场监管工作要求。预计未来银保监会将针对不同类型保险公司制定相应的非现场监管指引，保险公司监管制度将进一步完善。

2. 第三方支付行业

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2 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。

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部门为中国人民银行，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，2017—2018年，先后出台了《关于实施支付机构客户备付金集中存管有关事项的通知》《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》《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）《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），主要内容涉及支付机构自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；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。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。

2021年1月22日，中国人民银行就备付金存管问题再次下发《非银行支付机构客户备付金存管办法》，非银行支付机构的客户备付金日终后全部集中存放于其在中国人民银行开立的客户备付金集中存管账户中，明确了人民银行对非银支付机构客户备付金的全额接管权。2021年7月23日，中国人民银行制定了《非银行支付机构重大事项报告管理办法》（下称“办法”），自2021年9月1日起施行，该办法所称重大事项，是指根据法律法规和中国人民银行的规定应当事前报告的重大经营事项，以及可能对支付机构（含分公司）自身经营状况、金融消费者权益、金融和社会稳定造成重大影响应当事后报告的事项。从出具的各项政策来看，我国监管层对于第三方支付的管控逐渐趋严。

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。

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

近年来，随着金融去杠杆、去通道政策的逐步推进，信托行业资产规模持续下降，2021 年以来随着信托业务转型效果的逐步显现，信托业务规模有所回升。在监管政策导向下，通道类和融资类信托业务规模不断压降，主动管理能力有所提升，但信托业务风险管理压力上升，尤其是房地产信托资产质量需保持关注。

我国信托业自 2001 年《信托法》颁布实施后正式步入主营信托业务的规范发展阶段以来，在经历了 2008—2017 年间高速发展之后，随着“资管新规”和“两压一降”监管政策的出台，自 2018 年开始进入了一个负增长的下行发展周

期，主旋律是转型发展，虽行业呈下行态势但已经企稳，业务结构亦发生较大变化。截至 2021 年末，信托资产规模为 20.55 万亿元，较年初增长 0.29%。

在监管回归业务本源的政策引导下，信托公司加大业务转型，注重提升主动管理能力，通道类业务规模持续回落，融资类信托业务规模持续压降，具体表现为：2018 年—2021 年末，以单一资金信托为主的通道业务受限，单一资金信托规模和占比持续下降，信托利用自身制度优势逐步推进转型，集合资金信托规模及占比逐步上升，2021 年末占比首次突破 50%；同时非资金类的管理财产信托规模及占比整体亦呈上升趋势。从信托功能看，受压缩通道业务影响，事务管理类信托规模及占比下降较快，但仍为最主要类型，2021 年末占比为 41.20%，压降的事务类信托多是以监管套利、隐匿风险为特征的金融同业通道业务；融资类信托规模及占比自 2020 年以来明显下滑，这和监管要求信托公司压降违法违规、投向不合规的融资类信托业务有关；投资类信托规模及占比持续上升，尤其是 2020 年以来快速发展，这是信托公司主动管理转型的重要方向，2021 年末占比已升至 41.38%。

表 4 信托业务主要指标（单位：万亿元、%）

分类	项目	金额				占比			
		2018 年末	2019 年末	2020 年末	2021 年末	2018 年末	2019 年末	2020 年末	2021 年末
按资金来源划分	集合资金信托	9.11	9.92	10.17	10.59	40.12	45.93	49.65	51.53
	单一资金信托	9.84	8.01	6.13	4.42	43.33	37.10	29.94	21.49
	管理财产信托	3.76	3.67	4.18	5.54	16.55	16.98	20.41	26.98
按信托功能划分	融资类	4.35	5.83	4.86	3.58	19.15	26.99	23.71	17.43
	投资类	5.11	5.12	6.44	8.50	22.49	23.71	31.46	41.38
	事务管理类	13.25	10.65	9.19	8.47	58.36	49.30	44.84	41.20
期末信托资产		22.70	21.60	20.49	20.55	20.55	100.00	100.00	100.00

资料来源：中国信托业协会，联合资信整理

从资金信托的投向看，信托资产主要投向工商企业、证券投资、基础产业、房地产和金融机构五大领域，2021 年末上述行业分别占比 27.73%、22.37%、11.25%、11.74% 和 12.44%，其他领域合计占比 14.47%。从趋势上看，近年

来，随着资金信托整体规模的收缩，工商企业信托规模有所减少，但受服务实体经济的政策导向和供给侧改革逐步深化的影响，工商企业领域仍为信托资金的第一大配置领域；证券市场近年来随着基础产业领域信托资金投资规模的

回落以及政策引导下标准化投资的上升，已升为资金信托投向的第二大领域，其中投向股票、债券和基金的规模分别为0.72万亿元、2.35万亿元和0.28万亿元，较年初分别增长35.17%、57.67%和19.34%，可以看出标准化债券投资是主要的增长推动因素。基础产业领域随着地方政府隐性债务风险化解工作的推进，信托规模有所回落，但在新基建的发展理念下，其仍有较大发展空间，与此同时信托公司亦面临着从传统基建领域向新基建领域转型的挑战。近年来，在“房住不炒”的发展定位下，房地产监管层层加码，房地产信托额度收紧，投向房地产的资金信托持续下滑。截至2021年末，投向房地产的资金信托余额为1.76万亿元，较年初下降22.67%，占比降至11.74%，考虑到2021年下半年以来房地产行业风险上升，部分头部房企接连暴雷，叠加房地产严监管态势，房地产信托规模或将延续下降趋势，同时需对该类信托资产质量保持关注。在银信通道业务监管力度不断加大的环境下，金融机构领域资金信托占比持续下降。截至2021年末，投向金融机构的资金信托余额为1.87万亿元，同比下降5.89%，占比增至12.44%。

2017—2019年末，信托行业风险资产规模年均复合增长109.53%，主要是监管部门加大了风险排查，风险暴露更为真实所致，2019年末信托风险资产率大幅上升至2.67%。2020年以来，公开市场未披露信托风险资产率数据，但根据

2020年信托行业盈利明显下滑主要是增加资金拨备以及公开市场可查询的信托暴雷等信息判断，信托业务风险管理压力上升。根据中国信托业协会披露信息，2021年到期信托项目为1.19万个，到期信托规模为4.18万亿，其中集合信托规模为2.29万亿，到期兑付压力仍然较大。

近年来，信托公司固有资产规模持续增长，资本实力稳步提升，行业风险抵御能力增强，同时信托业务风险上升导致损失计提增加，对盈利造成负面影响，一定程度上削弱了资本内生能力；2021年以来随着业务转型初见成效，净利润实现正增长，但仍需对盈利情况保持关注。

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，随着金融去杠杆政策的推进，信托行业财务杠杆持续回落，但资本实力逐步提升，推动固有资产规模持续增长。截至2021年末，68家信托公司固有资产总额为8752.96亿元，较年初增长6.12%，其中货币类资产、贷款和投资类资产占比分别为7.45%、7.35%和79.81%，投资类在固有资产运用中占比变化不大。从固有资产质量来看，近年来，在宏观经济下行和监管政策趋严的背景下，信托业务风险持续上升，部分传导至固有业务，未来固有业务资产质量变化情况值得关注。

表5 信托行业主要指标（单位：亿元）

项目	2018年	2019年	2020年	2021年
固有资产	7193.15	7677.12	8248.36	8752.96
所有者权益	5749.30	6316.27	6711.23	7033.19
信托行业经营收入	1140.63	1200.12	1228.05	1207.98
其中：信托业务收入	781.75	833.82	864.48	868.74
信托行业利润总额	731.80	727.05	583.18	601.67

资料来源：中国信托业协会，联合资信整理

资本是金融机构抵御风险，确保自身长期稳健发展的基础。信托公司资本的增长主要依靠资本内生增长机制和增资扩股，近年来信托行业所有者权益逐年稳步增长。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；在信托资产规模下降的背景下，行业资本实力上升，一定程度上增强了风险抵御能力。此外，《信托公司管理办法》要求信托公司每年提取税后利润的5%作为赔偿准备金，近年来信托业务规模收缩，行业利润总额逐年下降，但信托赔偿

准备累积规模不断增加，2021年末信托赔偿准备余额346.28亿元，占所有者权益的比重4.92%，行业应对风险的能力稳步提升。

资本内生增长方面，信托行业处于转型发展阶段，2020年信托业实现营业收入1228.05亿元，同比增长2.33%，略有上升。其中信托业务收入864.48亿元，同比增长3.68%；投资收益271.00亿元，同比下降2.18%。但从净利润来看，2020年，信托业利润为583.18亿元，同比下降19.79%，这和信托公司增加了应对可能风险的资产减值损失计提相关。2021年上半年，信托业营业收入稳定增长，投资收益贡献度上升，净利润随着转型初现成效实现正增长。但需要关注的是，在新的监管环境下，原信托业务结构中占比较高的银信通道业务和信政业务将面临进一步萎缩，刚性兑付的打破带来信托产品吸引力下降，资管市场同质化竞争加剧，加之资本市场不确定性增加，未来信托公司的盈利水平存在一定的不确定性。

信托行业监管趋严，2020年以来通道和融资业务压降清理为主基调，信托业务回归本源、提升主动管理能力加速推进，行业转型方向日渐清晰，长期将利好行业稳健发展。

近年来，金融监管持续趋严，信托行业监管规则逐步完善，特别是2018年4月“资管新规”落地加速推动信托行业破除刚性兑付，其宗旨即让信托行业回归信托本源，因此主动管理类业务如财富管理业务、资产证券化业务、股权投资业务等未“受限”的信托业务将成为信托公司业务转型发展的重点，也将为信托行业带来稳定的利润增长点。

2020年5月8日，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）》，延续资管新规，资金信托、服务信托、慈善信托等信托业务的定义与类型得以明确，并进一步强调信托的私募特性，提出放开银行间和交易所的回购业务，影响较大的是对非标资产投资限制较为严格，限制债权集中度，同时对投资者人数进行限制，虽然相比银行理财、券商资管仍然更加宽松，但考虑到信托传统上非标占比相对较高等，

短期行业将迎来阵痛。2020年6月，银保监会下发《关于信托公司风险资产处置相关工作的通知》，明确重点压降两类融资类信托业务，一是各类金融机构借助信托通道开展监管套利、规避政策限制的融资类业务，二是信托公司偏离受托人定位，将自身作为“信用中介”，风险实质由信托公司承担，违法违规开展的融资类业务，资金信托的规范有助于从根本上引导行业回归业务本源，转型发展。2020年11月，银保监会下发《信托公司行政许可事项实施办法》，在信托公司股东准入管理和公司治理方面延续了《信托公司股权管理办法》的相关要求，同时鼓励信托公司开展以企业年金管理、特定目的信托、受托境外理财等为代表的服务信托，新增了以固有资产从事股权投资业务资格，体现了监管鼓励开展本源业务的导向。2020年，在严监管态势下，信托行业融资类信托压缩近1万亿元，通道类业务规模持续回落，“两项业务”的压降是信托公司转型发展的重点；2021年11月，银保监会向各地方银保监局下发《关于进一步推进信托公司“两项业务”压降有关事项的通知》，要求进一步推进信托公司通道业务和融资业务压降工作，对于通道业务原则上应做到应清尽清、能清尽清；对于融资业务，各信托公司应严格执行年初制定的融资类信托业务压降计划，新增融资业务应依法合规，同时应持续关注房地产业务领域的风险，确保不因处置风险而产生新的风险。

整体看，作为资产管理行业的重要子板块，信托行业在制度红利、业务范围、专业能力以及创新意识方面具有较强的竞争优势，监管从严规范有助于行业加速转型，回归业务本源。近年来，严监管态势的延续使得信托业发展趋缓，但新的外部环境有助于提升信托行业资产管理能力和风险防控意识，长期将利好行业稳健发展。

六、基础素质分析

1. 产权状况

截至2021年末，公司注册资本和实收资本均为50.00亿元，自然人鲁伟鼎直接及间接合计

持有公司88.57%的股份，为公司实际控制人。截至2021年，公司实际控制人鲁伟鼎及其他股东均未质押公司股权。

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、金融数据服务等板块多元化发展的业务格局，具备较强的规模优势和综合竞争力；同时公司正在申请金融控股牌照，未来有助于提高公司治理结构的合法合规性、防范风险管控等整体综合经营能力。

公司是民营金融投资运营平台，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。截至2021年末，公司合并资产总额1623.82亿元，负债合计1419.37亿元，所有者权益合计204.45亿元，其中归属于母公司的所有者权益93.67亿元。2021年，公司实现营业总收入253.18亿元，利润总额10.82亿元。

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。民生人寿保险业务产品种类包括分红寿险、传统寿险、健康险、意外伤害险和寿险附加万能险等。2019—2021年，民生人寿原保险保费收入排名行业内第33位和第36名、第41名²，处于行业中游水平。截至2021年末，民生人寿合并资产总额1571.53亿元，是公司资产规模最大的子公司。2021年，民生人寿实现营业收入235.89亿元，利润总额5.56亿元。

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，万向信托产品主要包括基础设施建设信托基金、房地产信托基金、产业引导信托基金、证券投资信托基金、资产流动类信托基金、水务产业基金等。截至2021年末，万向信托资产总额48.18亿元，负债总额10.05亿元。2021年，万向信托实现营业收入14.60亿元，利润总额9.15亿元。

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41.10%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，自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。

此外，根据中央人民银行官网披露的公告称已经受理公司设立金融控股公司申请，若未来公司成功获取金融控股牌照，公司有望成为第一家受央行许可的民营金融控股公司，品牌竞争力将进一步增强，同时有助于提高公司治理结构的合法合规性、防范风险管控等公司整体综合经营能力。

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2022年6月13日，公司本部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贷款业务，公司本部过往履约情况良好。

截至2022年5月末，联合资信未发现公司被列入全国失信被执行人名单。

根据公司本部过往在公开市场发行债务融资工具的本息偿付记录，联合资信未发现公司本部逾期或违约记录，履约情况良好。

截至2021年末，公司本部共获得金融机构

² 2020年民生人寿原保险保费收入行业排名来源于网络公开数据

授信额度44.00亿元，其中已使用额度19.50亿元，未使用额度24.50亿元。

七、管理分析

2021年以来，公司内部管理制度未发生重大变化，董监高人员未发生变动，但总经理仍为缺位状态，整体管理运营平稳。

2021年以来，公司内部管理及主要制度未发生重大变化；董监高均未发生变动，管理层人数较少，总经理仍为缺位状态，由董事长代行总经理岗位。

公司制定了较为完善的内部管理和控制制度，主要有《人力管理制度》《财务管理制度》《预算管理制度》《预决算管理制度》《投融资管理制度》《重大事项决策制度》《服务管理制度》《安全责任制度》《信息披露制度》《关联交易制度》等。

公司作为控股公司，经营实体主要为控股子公司。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至子公司，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；但不同子公司间业务差异性对公司内部管理和决策水平提出更高要求。

八、经营分析

1. 经营概况

2021年，保险业务和互联网金融服务业务仍是公司收入的主要来源，营业总收入中民生人寿投资资产持有的公允价值变动损益下降导致公司利润大幅下降。

公司为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互联网金融服务业务。2021年，公司实现营业总收入253.18亿元，同比下降11.88%，主要系民生人寿持有的投资资产公允价值变动收益为负、投资收益下降及信托手续费收入下降综合影响所致。2021年，公司实现利润总额10.82亿元，同比大幅下降69.51%，主要系营业总成本微幅增长的同时公司营业总收入下滑所致。

表6 公司营业总收入构成（单位：亿元、%）

项目	2019年		2020年		2021年	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比
保险业务收入	178.87	72.47	208.04	72.41	159.05	62.82
互联网金融服务业务	43.83	17.76	53.98	18.79	70.30	27.77
信托、期货及租赁业务	15.57	6.31	16.75	5.83	15.73	6.21
其他	8.55	3.46	8.52	2.97	8.10	3.20
营业总收入	246.82	100.00	287.29	100.00	253.18	100.00

资料来源：公司提供，联合资信整理

从业务板块来看，2021年，保险业务收入虽有所下降，但仍是公司最重要的收入来源，占公司营业收入比重下降至62.82%；公司互联网金融服务业务收入主要来自通联支付机构收入，2021年互联网金融服务业务有所增长，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收入比重维持在6%左右。公司其他收入规模和占比维持较低水平。

2. 保险业务

2021年，民生人寿收入主要来源于已赚保费和投资收益，受公允价值降幅较大等因素影响，营业收入和利润总额均有不同程度下降。

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2021年末，民生人寿注册资本和实收资本均为60.00亿元，公司直接及间接持股比例为43.84%。截至2021年末，民生人寿合并资产总额1571.53亿元，负债总额

1369.76亿元，所有者权益合计201.77亿元。

民生人寿营业收入主要来源于已赚保费和投资收益。2021年，民生人寿实现营业收入235.89亿元，同比下降9.99%，主要系民生人寿公允价值变动损益为负和投资收益减少所致；实现

利润总额5.56亿元，同比下降80.72%，主要系民生人寿营业支出降幅低于营业收入所致。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，其中其他业务收入有所增长主要系通联支付支付相关的结算收入增长所致。

表 7 民生人寿营业收入构成情况表（单位：亿元、%）

项目	2019 年		2020 年		2021 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
营业收入	186.70	100.00	262.07	100.00	235.89	100.00
其中：已赚保费	121.53	65.09	123.82	47.25	120.37	51.03
投资收益	49.60	26.56	62.32	23.78	57.94	24.56
公允价值变动损益	7.75	4.15	18.62	7.10	-19.26	-8.16
其他业务收入	7.71	4.13	56.84	21.69	76.40	32.39

资料来源：民生人寿审计报告及财务报告，联合资信整理

2021年，民生人寿保险业务收入主要由分红型寿险、传统型寿险和健康险贡献，分红型寿险占比有所下降，传统型寿险和健康险占比均有所上升，整体保险业务收入有所下滑。

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。2021年，民生人寿保险业务收入为122.04亿元，同比小幅下降。近年来，民生人寿积极调整业务结构，2021年，民生人寿分红型寿险收入为45.85亿元，同比下

降7.82%。2021年，民生人寿传统型寿险业务收入为43.54亿元，同比微幅下降，变动不大。2021年，民生人寿健康险业务收入32.03亿元，同比增长2.27%。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。

2021年，民生人寿综合赔付率和退保率分别为3.26%和2.16%，同比均有所上升。

表 8 民生人寿保险业务总收入情况表（单位：亿元、%）

项目	2019 年		2020 年		2021 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
分红型寿险	54.47	44.16	49.74	39.70	45.85	37.57
传统型寿险	38.92	31.56	43.58	34.78	43.54	35.68
健康险	29.42	23.85	31.32	25.00	32.03	26.25
意外险	0.52	0.43	0.66	0.53	0.62	0.51
保险业务收入合计	123.33	100.00	125.31	100.00	122.04	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。

退保率=退保金/（上期末长期责任准备金+本期长期保险收入）*100%

资料来源：公司提供、联合资信整理

2021年，民生人寿投资资产规模有所下降，投资品种以债券为主，但仍需关注信托计划相关信用风险，整体投资资产质量一般；综合偿付能力保持充足水平。

截至2021年末，民生人寿投资资产总额883.54亿元，较上年末下降10.40%，主要系公司2021年债券投资和信托计划投资规模下降所致；

从投资品种来看，民生人寿投资资产以债券品种为主，信托计划类产品（含债权投资计划等）规模和占比有所降低，但计提减值规模很小，相关信用风险仍需保持关注，同时民生人寿持有的投资资产公允价值波动较大，受市场波动影响较大。

截至2021年末，民生人寿认可资产负债率76.80%，较上年末小幅增长。2021年以来，民生

人寿未进行现金分红，主要通过利润留存的方式补充资本，民生人寿实际资本规模变动不大。2021年末，民生人寿核心偿付能力充足率为

294%，综合偿付能力充足率为310%，较上年末均小幅提升，仍保持充足水平。截至2021年末，民生人寿风险综合评级结果为A类。

表9 民生人寿投资资产情况表（单位：亿元、%）

项目	2019 年		2020 年		2021 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
债券	495.38	56.70	591.35	59.97	523.98	59.30
股票	71.91	8.23	101.16	10.26	89.45	10.12
基金	35.96	4.12	39.40	4.00	27.39	3.10
信托计划	148.24	16.97	177.09	17.96	112.93	12.78
长期股权投资	116.04	13.28	71.68	7.27	95.58	10.82
其他	6.15	0.70	5.46	0.55	34.21	3.87
合计	873.67	100.00	986.14	100.00	883.54	100.00

注：2019和2020年投资资产（民生人寿审计报告口径）=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；2021年投资资产=交易性金融资产+买入返售金融资产+债权投资+其他债权投资+长期股权投资+其他权益工具投资+投资性房地产
资料来源：民生人寿审计报告

3. 信托、期货及租赁业务

（1）信托业务

2021年，万向信托信托业务规模有所下降，信托收入有所下降，利润水平受减值计提减少影响有所上升；万向信托信用风险资产不良率大幅上升，且信托和固有业务中房地产业占比高，需关注后续风险；万向信托资本充足性均符合监管标准。

业务概况

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2021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2021年末，万向信托合并资产总额48.18亿元，负债总额10.05亿元，所有者权益合计38.13亿元。2021年，万向信托实现营业收入14.60亿元，同比减少6.83%，实现利润总额9.15亿元，同比增长6.19%，主要系计提减值损失规模下降所致。

信托业务

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2021年末，集合类产品占比达54.92%；单一类信托占比42.78%，较去年有所上升。2021年，万向信托加权平均实际年化收益率大约在6.42%~6.83%左右。

截至2021年末，万向信托信托规模为974.65亿元，较上年末下降9.26%，主要系融资类信托规模下滑所致。从信托类型来看，截至2021年末，万向信托主动管理型信托占比35.40%，被动管理型信托占比64.60%。

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78.57%，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，2021年万向信托加大了证券投资类业务，但占比仍较低。

从被动管理型资产来看，万向信托被动管理型信托均为事务管理类信托。截至2021年末，万向信托被动管理型信托资产规模较上年末微幅增长，变动不大。

表10 万向信托信托资产分布情况（单位：亿元）

项目	2019 年末	2020 年末	2021 年末
主动管理型信托资产			
证券投资类	4.47	27.48	54.39
股权投资类	7.60	16.36	19.56
融资类	495.39	405.80	271.11

小计	507.46	449.64	345.06
被动管理型信托资产			
事务管理类	830.53	624.42	629.59
小计	830.53	624.42	629.59
合计	1337.99	1074.06	974.65

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、金融机构、工商企业和基础产业，截至2021年末占比分别为60.08%、17.92%、12.26%和4.46%，其中房地产、金融机构和工商企业占比均较上年末有所上升。整体看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和同业存放等。截至2021年末，万向信托资产总额48.18亿元，较上年末有所上升，主要系自有资金投资信托产品规模增长所致。

截至2021年末，万向信托固有业务以交易性金融资产和债权投资为主，合计占比为77.83%，主要为投资信托产品；其余主要为存放同业款项和其他应收款，占比分别为7.01%和6.43%，其中其他应收款主要为代垫款和信保基金款项。截至2021年末，万向信托对债权投资计提减值准备3.00亿元，计提比例为10.50%，比例较高。

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规模，减少了其他类投资；2021年末投资行业以房地产业、金融机构、工商企业和基础产业为主，上述四个行业占比分别为34.48%、21.89%、21.12%和11.32%，占比均较上年末有所提升，集中度较高。截至2021年末，万向信托信用风险资产中不良资产合计27.13亿元，不良率为42.90%，较上年末大幅提升，主要系公司涉及恒大地产项目全部计入不良资产所致，涉及项目均已设置土地或在建工程抵押、销售资金监管及股权质押等风险控制措施。2021年，公司当期采用预期信用损失模型对债权投资计提减值准备1.81亿元。

表 11 截至 2021 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
存放同业款项	3.38	6.43
其他应收款	3.10	7.01
交易性金融资产	11.94	24.78
债权投资	25.56	53.05
其他	4.20	8.73
资产总计	48.18	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，2019—2021年末，万向信托未受到监管处罚。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，浙江银保监对万向信托下发《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2021年末，万向信托净资产和净资本分别为38.13亿元和29.86亿元，分别较上年末增长22.49%和15.87%；净资本/各项业务风险之和为173.89%，较上年末提升36.80个百分点；净资本/净资产为78.29%，较上年末下降4.49个百分点，万向信托各项指标均符合监管标准。

截至2021年末，万向信托作为原告旗下信托计划涉及未决诉讼6笔，其中5笔暂未开庭，1笔已开庭未判决，未来需关注后续涉诉处置情况。

（2）期货业务

通惠期货规模相对较小，目前尚无法为公司收入利润形成支持。

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2021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77.54%。

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、彭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、彭博闪电手、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2021年末,通惠期货合并资产总额3.48亿元,负债总额2.47亿元,所有者权益合计1.02亿元。2021年,通惠期货实现营业收入0.09亿元,净亏损0.08亿元。

(3) 租赁业务

万向租赁具有一定规模,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2021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2021年末,万向租赁合并资产总额10.34亿元,负债总额6.01亿元,所有者权益合计4.33亿元。2021年,万向租赁实现营业收入1.08亿元,利润总额0.46亿元。

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

通联支付营业收入持续增长,且支付业务逐步多元化,子公司业务对其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,成立于2008年10月。2018年公司将所持通联支付41.10%股权全部转让至民生人寿,但公司仍实际控制通联支付。2020年2月,民生人寿拥有直接和间接54.66%表决权达到控制。截至2021年末,通联支付合并资产总额281.18亿元,负债总额251.12亿元,所有者权益合计30.06亿元。2021年,通联支付实现营业收入68.35亿元,实现利润总额2.43亿元。

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、保险服务、金融服务和个人服务。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2022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400万商户,其中,收单(含扫码)商户371万。与基金行业156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,近年来,支付业务收入占通联支付收入比重均在80%以上,主营业务突出。2021年,通联支付实现营业收入68.35亿元,同比增长29.38%,主要系当年传统支付业务收入同比增长所致。收入结构上,2021年,通联支付的传统支付业务收入占通联支付营业收入比重有所上升,传统支付业务以商户服务为主。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。2021年,子公司业务对通联支付营业收入贡献为13.46%,对通联支付营业收入形成了较好的补充。

表 12 通联支付合并收入构成情况表(单位:亿元、%)

项目		2019 年		2020 年		2021 年	
		金额	占比	金额	占比	金额	占比
传统支付业务	商户服务	17.35	40.11	24.78	46.91	39.26	57.44
创新支付业务	行业服务	5.26	12.16	5.73	10.85	6.50	9.51
	保险服务	2.49	5.76	2.65	5.02	2.37	3.47

	金融服务	1.94	4.48	2.79	5.28	2.67	3.91
	个人服务	7.04	16.27	7.93	15.01	7.89	11.54
	其他	0.85	1.96	1.25	2.37	0.46	0.67
	母公司合计	34.93	80.74	45.13	85.42	59.15	86.54
子公司业务	通商保理	1.03	2.38	0.47	0.89	0.33	0.48
	其他业务	7.30	16.87	7.23	13.69	8.87	12.98
	合计	43.26	100.00	52.83	100.00	68.35	100.00

资料来源：公司提供、联合资信整理

2017—2021年，通联支付共受到监管处罚12次，受处罚原因主要包括因违反《非金融机构支付服务管理办法》《银行卡收单业务管理办法》《中华人民共和国反洗钱法》等法律法规、客户分拆交易办理超限额支付、客户风险评级管理制度落实不到位等，通联支付内控合规体系有待进一步完善。

(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，2021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2021年末，通联数据股本5.29亿元，公司直接及间接持股比例为77.94%。截至2021年末，通联数据合并资产总额10.06亿元，负债总额2.41亿元，所有者权益合计7.64亿元。2021年，通联数据实现营业收入1.50亿元，同比增长39.87%，净亏损1.70亿元，主要系通联数据业务正处于拓展阶段以及其开发的产品摊销金额较大所致。

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2021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2021年末，万向区块链合并资产总额4.11亿元，负债总额5.05亿元，所有者权益合计-0.94亿元。2021年，万向区块链实现营业收入0.44亿元，净亏损0.75亿元。

自成立以来，万向区块链着力区块链底层技术开发与行业推广工作，包括持续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三年战略目标，战略规划和实施路径符合自身特点和未来发展需要。同时，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。

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

子公司方面，未来三年，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。万向区块链将持续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2019—2021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，2020年，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；2021年，公司开始执行新金融工具准则和新租赁准则，未来适用法未重

述期初科目，涉及资产负债表科目调整范围较大。本报告2019、2020年度财务数据分别取自2020、2021年审计报告的期初/上期数。

合并范围方面，2019—2021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。

整体看，公司财务数据可比性一般。

截至2021年末，公司合并资产总额1623.82亿元，负债合计1419.37亿元，所有者权益合计204.45亿元，其中归属于母公司的所有者权益93.67亿元。2021年，公司实现营业总收入253.18亿元，利润总额10.82亿元；经营活动产生的现金流量净额62.47亿元，现金及现金等价物净增加额15.68亿元。

2. 合并报表分析

（1）资产质量

公司资产规模较大，资产构成以投资资产和货币资金为主，但受限比例较高，整体资产流动性一般、质量一般；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等，相关信用风险需关注。

截至2021年末，公司资产总额为1623.82亿元，较上年末增长4.16%，排除新会计准则调整影响，主要系货币资金、买入返售金融资产、其他流动资产（主要为银行存款）增长所致。公司资产结构以非流动资产为主，截至2021年末，公司流动资产占比为43.58%。

表13 公司资产主要构成（单位：亿元、%）

项目	2019 年末		2020 年末		2021 年末	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
流动资产	643.61	47.44	553.56	35.51	707.63	43.58
其中：货币资金	271.76	42.22	224.72	40.60	288.93	40.83
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产	239.79	37.26	236.29	42.68	0.00	0.00
买入返售金融资产	49.30	7.66	26.91	4.86	54.64	7.72
其他应收款	46.73	7.26	26.82	4.85	11.10	1.57
交易性金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00	199.94	28.25
其他流动资产	4.99	0.78	4.74	0.86	80.80	11.42
非流动资产	713.19	52.56	1005.44	64.49	916.19	56.42
其中：可供出售金融资产	324.62	45.52	453.94	45.15	0.00	0.00
持有至到期投资	88.11	12.35	136.74	13.60	0.00	0.00

长期股权投资	71.93	10.09	71.83	7.14	84.76	9.25
债权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	277.49	30.29
其他债权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	285.83	31.20
其他非流动金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00	96.14	10.49
其他非流动资产	110.32	15.47	205.72	20.46	18.11	1.98
资产总额	1356.80	100.00	1559.00	100.00	1623.82	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

流动资产

截至2021年末，公司流动资产为707.63亿元，较上年末增长27.83%，主要系货币资金和买入返售金融资产规模增长所致，流动资产以货币资金和交易性金融资产为主。

截至2021年末，公司货币资金余额为288.93亿元，较上年末增长28.57%，其中受限货币资金合计230.98亿元，占货币资金的比重为79.94%，主要为按照中国人民银行颁布的《非银行支付机构客户备付金存管办法》所提取的客户备付金。

2021年，公司采用新金融工具准则，部分金融资产科目填列发生变动。截至2021年末，公司交易性金融资产199.94亿元，占资产比重为28.25%，以民生人寿投资资产组合中投资资产为主，其中24.07亿元债券用于卖出回购金融资产款的质押，占交易性金融资产的12.04%，受限资产比重一般。

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2021年末，公司买入返售金融资产为54.64亿元，较上年末增长103.06%，主要系民生人寿债券逆回购规模大幅增长所致；公司买入返售金融资产中交易所占比72.64%，其余为银行间，交易品种主要为国债和企业债。

截至2021年末，公司其他应收款为11.10亿元，较上年末下降58.62%，主要系应收债券利息减少所致。截至2021年末，公司对其他应收款计提坏账准备5.88亿元，计提比例较高。其他应收款中账龄1年以内占比58.36%，公司其他应收款期末余额前五名欠款单位主要为信保基金代垫款、企业往来款、应收赔付款和竣工保证金，对公司资金形成了一定的占用。

2021年，公司进行财务报表科目调整，其他

流动资产大幅增长。截至2021年末，公司其他流动资产为80.80亿元，主要为银行存款（69.59亿元）等。

非流动资产

截至2021年末，公司非流动资产余额为916.19亿元，较上年末减少8.88%，主要系会计准则调整所致；非流动资产构成以债权投资、其他债权投资、其他非流动金融资产和股权投资为主。

公司债权投资、其他债权投资和其他非流动金融资产以民生人寿投资资产为主。截至2021年末，公司债权投资为277.49亿元，主要为债券（占比56.71%）、债权计划（占比14.04%）、信托计划（占比11.87%）、协议存款（占比8.28%）和其他投资；公司对债权投资计提减值准备3.31亿元。截至2021年末，公司其他债权投资为285.83亿元，全部为债券，公司对其他债权投资计提减值准备0.04亿元。截至2021年末，公司其他非流动金融资产为96.14亿元，主要为民生人寿投资的债券，债券占比84.39%。

截至2021年末，公司长期股权投资为84.76亿元，较上年末增长18.00%，主要系对浙商银行的长期股权投资确认投资收益所致，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62.49%）和普星聚能股份公司（占比21.03%）的投资。截至2021年末，公司对长期股权投资计提减值准备11.82亿元，主要为根据浙商银行股价和未来收益现金流折现计提的减值准备。

资产受限情况

截至2021年末，公司资产受限金额账面价值454.50亿元，占资产总额比例为27.98%，受限资产占比较高，同时考虑到公司以非流动资产为主，资产流动性一般。

表 14 截至 2021 年末公司资产受限情况（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	230.98	14.22	客户备付金
债券	223.18	13.74	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	454.50	27.98	—

资料来源：公司审计报告、联合资信整理

（2）资本结构

所有者权益

2021年末，公司所有者权益规模较上年末小幅下降，2021年股东增资使公司实收资本占比提升，但少数股东权益占比较高，所有者权益稳定性一般。

2021年10月，公司股东向公司现金增资20.00亿元，同时公司向股东分红35.00亿元。截至2021年末，公司所有者权益合计204.45亿元，

较上年末下降1.23%，主要系利润分配所致；其中，归属于母公司的所有者权益占比45.82%，少数股东权益占比54.18%，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%，并通过派驻董事通过财务和经营决策形成实际控制并表所致。截至2021年末，归属于母公司的所有者权益中，实收资本占比53.38%，资本公积占比6.81%，未分配利润占比25.19%，所有者权益稳定性一般。

表 15 公司所有者权益主要构成（单位：亿元、%）

科目	2019 年末		2020 年末		2021 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	82.39	41.76	103.06	49.79	93.67	45.82
其中：实收资本	12.00	14.57	12.00	11.64	50.00	53.38
资本公积	24.55	29.80	24.39	23.67	6.38	6.81
未分配利润	42.84	52.00	63.95	62.06	23.59	25.19
少数股东权益	114.90	58.24	103.94	50.21	110.78	54.18
所有者权益合计	197.28	100.00	207.01	100.00	204.45	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

负债

截至2021年末，公司负债规模有所增长，负债结构以非流动负债为主。

截至2021年末，负债总额1419.37亿元，较上年末增长4.98%，其中非流动负债占比59.65%，主要为保险合同准备金（占非流动负债的87.39%）。

表 16 公司负债主要构成（单位：亿元、%）

项目	2019 年末		2020 年末		2021 年末	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
流动负债	412.35	35.56	580.32	42.92	572.74	40.35
其中：应付赔付款	24.14	5.85	0.00	0.00	0.00	0.00
卖出回购金融资产款	186.22	45.16	183.34	31.59	134.91	23.55
应付保单红利	23.43	5.68	0.00	0.00	0.00	0.00
其他应付款	18.69	4.53	43.61	7.51	45.25	7.90
其他流动负债	106.41	25.81	262.24	45.19	318.75	55.65
非流动负债	747.17	64.44	771.67	57.08	846.63	59.65
其中：保险合同准备金	0.00	0.00	3.48	0.26	739.90	87.39

应付债券	41.43	5.54	26.77	3.47	33.47	3.95
保户储金及投资款	91.43	12.24	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	595.25	79.67	722.86	93.67	53.30	6.30
负债总额	1159.51	100.00	1351.99	100.00	1419.37	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2021年末，公司流动负债为572.74亿元，较上年末下降1.31%，主要系卖出回购金融资产款减少所致。

截至2021年末，公司卖出回购金融资产款为134.91亿元，较上年末下降26.42%，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。

公司其他流动负债主要为通联支付结算资金往来款、民生人寿保户储金及投资款，两项占比之和超过95%；截至2021年末，公司其他流动负债318.75亿元，较上年末增长21.55%。

截至2021年末，公司非流动负债为846.63亿元，较上年末增长9.71%，主要系民生人寿保险合同准备金增加所致，2019和2020年公司将期限1年以上的保险合同准备金计入其他非流动负债科目。

截至2021年末，公司应付债券为33.47亿元，较上年末增长25.02%，主要系2021年公司发行公司债券所致。

截至2021年末，公司其他非流动负债53.30

亿元，较上年末大幅下降，主要系公司2021年将期限1年以上的保险合同准备金计入保险合同准备金科目所致。截至2021年末，公司其他非流动负债主要为合并结构化主体其他所有者权益。

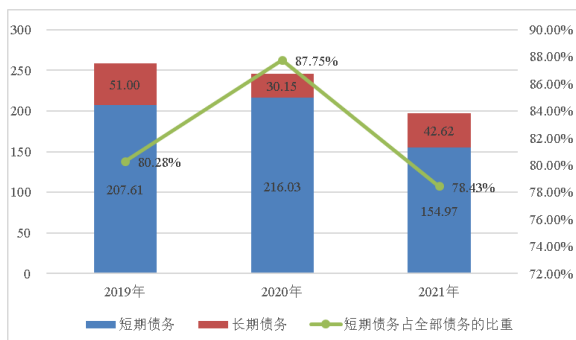
债务和杠杆水平

公司全部债务规模持续下降，整体债务负担一般，但债务结构偏短期，杠杆水平较高，需关注公司流动性管理情况。

全部债务方面，截至2021年末，公司全部债务为197.59亿元，较上年末下降19.74%，主要系短期借款和卖出回购金融资产款下降所致；其中，短期债务占比78.43%，债务结构以短期债务为主，存在一定流动性管理压力。

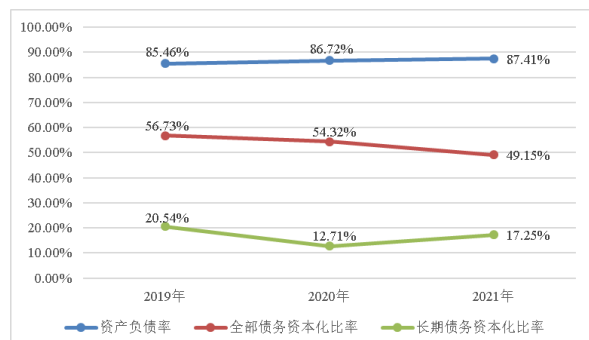
杠杆水平方面，截至2021年末，公司资产负债率为87.41%，较上年末上升0.69个百分点，杠杆水平较高，但考虑到公司负债中保险合同准备金规模较大，仍属合理水平。截至2021年末，公司全部债务资本化比率为49.15%，长期债务资本化比率为17.25%，公司债务负担处于一般水平。

图3 公司债务结构



资料来源：公司财务报告，联合资信整理

图4 公司债务杠杆水平



(3) 盈利能力

2021年，公司营业总收入和利润总额均有不同程度的下降，投资资产公允价值波动和信托计划减值计提对公司盈利水平带来一定负面影响。

整体盈利能力有所下降，仍属较强。

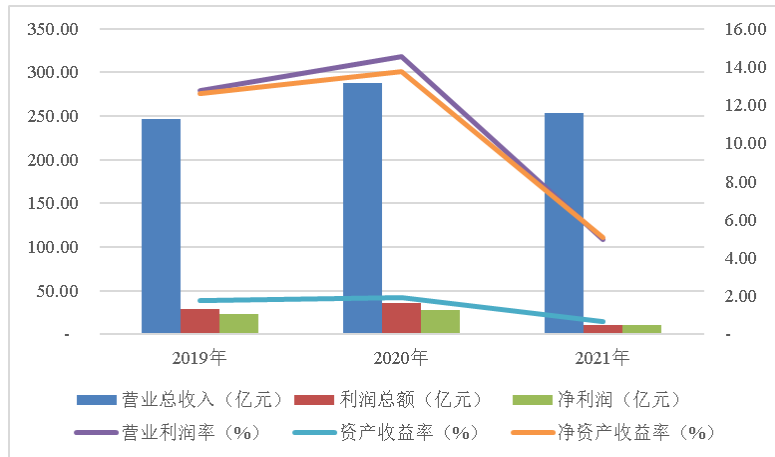
2021年，公司实现营业总收入253.18亿元，同比下降11.87%，主要系民生人寿持有的投资资产公允价值变动收益为负、投资收益下降及信托

手续费收入下降综合影响所致。2021年，公司实现利润总额10.82亿元，同比大幅下降69.51%，主要系公司收入降速高于营业成本所致。

2021年，公司营业总成本为241.37亿元，同比下降2.01%，变动不大；从期间费用来看，2021

年，公司期间费用总额为34.15亿元，同比下降9.11%；2021年，公司计提资产减值损失0.54亿元；计提信用减值损失3.29亿元，主要系对万向信托信托计划计提减值损失所致。

图5 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，2021年，公司净资产收益率和资产收益率均有下降，净资产收益率和资产收益率分别为5.05%和0.65%；公司营业利润率为4.95%，公司整体盈利水平有所下滑。

从同行业对比来看，公司资产收益率、母公司净资产收益率低于样本平均水平，净资产收益率略高于样本平均水平，资产负债率偏高。

表17 截至2021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	母公司净资产收益率	资产负债率
陕西金融控股集团有限公司	2.20	5.07	0.38	60.02
山东省鲁信投资控股集团有限公司	1.37	3.70	0.97	60.44
厦门金圆投资集团有限公司	2.23	4.24	2.32	46.36
上述样本企业平均值	1.93	4.34	1.22	55.60
万向控股	0.65	5.05	-1.41	87.41

资料来源：Wind、公司财务报告，联合资信整理

（4）现金流

2021年，公司经营活动现金流为净流入状态；投资活动现金流由净流出转为净流入；筹资活动现金流持续为净流出状态。公司经营对外部融资依赖度一般，整体现金流状况良好。

从经营活动来看，2021年，公司经营活动现金流量继续维持净流入状态。2021年，公司经营活动现金流入有所下降，经营活动现金流出有所上升。

从投资活动来看，受民生人寿投资资产及万向信托固有业务规模波动影响，公司投资活动现

金流量净额波动较大。2021年，公司投资活动现金流量净额由负转正；其中2020年为负值，主要系公司收回投资所收到的现金规模减少所致。2021年，公司投资活动现金流入和投资活动现金流出同比均有所上升。

从筹资活动来看，2021年，公司筹资活动现金流量仍为净流出。2021年，公司筹资活动现金流入同比有所下降；筹资活动现金流出规模同比略有上升。

截至2021年末，公司期末现金及现金等价物57.95亿元，合并范围内现金较为充裕。

表 18 公司现金流量情况 (单位: 亿元)

项目	2019 年	2020 年	2021 年
经营活动现金流量净额	70.70	126.08	62.47
投资活动现金流量净额	11.43	-130.54	37.81
筹资活动前净现金流	82.12	-4.46	100.28
筹资活动现金流量净额	-51.44	-40.86	-84.54
现金及现金等价物净增加额	30.70	-45.55	15.68
期末现金及现金等价物余额	87.82	42.27	57.95

资料来源: 公司审计报告, 联合资信整理

3. 母公司报表分析

公司母公司层面为控股平台, 无实际经营业务, 资产负债结构较为单一, 杠杆率一般; 盈利主要依赖于持有子公司的投资收益, 收入波动较大, 盈利能力偏弱; 母公司期末现金及现金等价物规模较小。

截至 2021 年末, 公司母公司口径资产 96.52 亿元, 较上年末下降 6.46%, 主要系其他应收款中对子公司的应收关联方往来款减少所致, 资产结构以其他应收款 (占比 6.41%, 主要为万向区块链、通联数据等关联公司往来款)、长期股权投资 (占比 76.09%) 和长期应收款 (占比 9.22%) 为主, 其中长期应收款中个人往来款占比高, 需持续关注。截至 2021 年末, 公司母公司口径负债规模 33.41 亿元, 较上年末小幅增长 3.39%, 主要由短期借款 (占比 38.91%) 和应付债券 (55.30%) 构成。其中, 应付债券均为公司债, 包括“20 万向 01”和“21 万向 01”。截至 2021 年末, 公司母公司口径资产负债率为 34.61%, 杠杆水平一般。截至 2021 年末, 母公司口径全部债务为 31.48 亿元, 同比小幅下降 0.95%。截至 2021 年末, 公司母公司口径所有者权益 63.11 亿元, 较上年末下降 10.95%, 主要系未分配利润下降所致。

母公司营业收入主要来源于持有子公司的投资收益。2021 年, 公司母公司口径实现营业总

收入 0.56 亿元, 同比大幅下降 94.36%, 主要系万向信托分红规模下滑所致, 其中投资收益 0.37 亿元; 实现净利润-0.95 亿元, 同比减少 122.48%, 主要系营业收入减少所致。

母公司口径现金流方面, 公司现金流变动较大, 2021 年, 经营活动和筹资活动均持续产生现金净流出, 分别为 2.59 亿元和 7.49 亿元, 投资活动现金流为净流入 10.33 亿元, 同比下降 49.38%, 期末现金及等价物余额 1.95 亿元。

4. 偿债指标

公司偿债能力指标表现尚可。

从短期偿债能力指标看, 2021 年, 公司流动比率为 123.55%, 期末现金及现金等价物余额/短期债务倍数为 0.37 倍, 公司短期偿债能力尚可。

从长期偿债能力指标看, 2021 年, 公司 EBITDA 为 17.75 亿元, 同比下降 59.12%, 主要系利润总额下降所致。2021 年, 公司 EBITDA 利息倍数为 11.75 倍; 公司全部债务/EBITDA 倍数比为 11.13 倍, EBITDA 对全部债务的偿还能力一般。

从母公司口径偿债指标来看, 2021 年, 公司母公司口径流动比率为 57.10%; 母公司口径 EBITDA 为 0.61 亿元; EBITDA 利息倍数为 0.43 倍; 全部债务/EBITDA 倍数为 51.99 倍。母公司口径偿债能力指标表现较差。

表 19 公司偿债能力指标

项目		合并			母公司		
		2019 年	2020 年	2021 年	2019 年	2020 年	2021 年
短期偿债能力指标	流动比率（%）	156.08	95.39	123.55	501.07	109.58	57.10
	筹资前净现金流流动负债比（%）	19.92	-0.77	17.51	-39.96	87.75	51.83

	期末现金及现金等价物余额/短期债务（倍）	0.42	0.20	0.37	0.08	0.08	0.15
长期偿债能力指标	EBITDA（亿元）	37.84	43.41	17.75	12.97	5.98	0.61
	全部债务/EBITDA（倍）	6.83	5.67	11.13	2.49	5.31	51.99
	EBITDA 利息倍数（倍）	11.89	24.00	11.75	7.38	3.67	0.43

资料来源：公司财务报告，联合资信整理

5. 或有负债风险

公司或有负债风险较小。

截至2021年末，公司对外担保金额共计0.52亿元，占2021年末母公司资产总额为0.53%，占比较小。

未决诉讼方面，截至2021年末，公司子公司万向信托作为原告旗下信托计划涉及诉讼12笔，主要为金融借款合同纠纷，其中4笔案件相关债权已进行转让，其余案件万向信托均已取得胜诉生效判决（含调解）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，需持续关注因相关涉诉资产收回情况。

十、跟踪债券偿还能力分析

公司各项指标对全部债务的覆盖程度一般；考虑公司在资本实力、金融业务多元化布局等方面的优势，公司对本次跟踪债券的偿还能力很强。

截至2022年5月末，公司母公司发行的存续期普通债券合计金额18.50亿元。

截至2021年末，公司合并口径全部债务为197.59亿元，母公司口径全部债务为31.48亿元，合并口径和母公司口径经营活动现金流入额、经营活动现金流量净额和EBITDA未能对公司全部债务完全覆盖，合并口径和母公司口径所有者权益对全部债务覆盖程度一般，整体看，公司各项指标对全部债务的覆盖程度一般。

表 20 截至 2021 年末债券偿还能力指标

项目	合并口径	母公司口径
全部债务（亿元）	197.59	31.48
所有者权益/全部债务（倍）	1.03	2.01
经营活动现金流入/全部债务（倍）	0.90	0.04

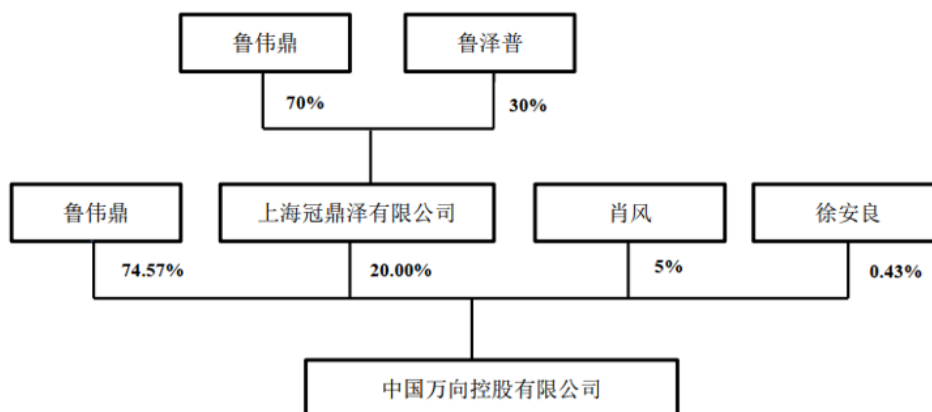
经营活动现金流量净额/全部债务（倍）	0.32	-0.08
EBITDA/全部债务（倍）	0.09	0.02

资料来源：公司财务报告，联合资信整理

十一、 结论

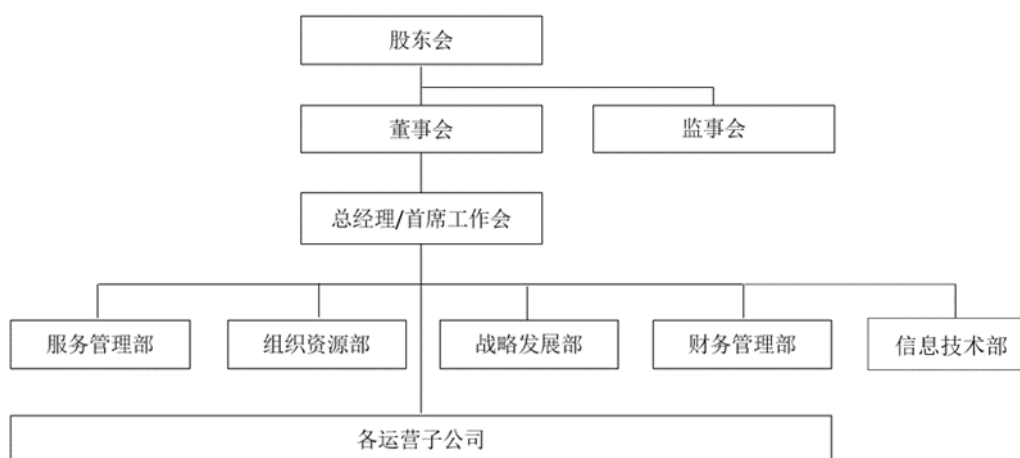
基于经营风险、财务风险、债项条款等方面的综合分析，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AA⁺，维持“20 万向 01”和“21 万向 01”的信用等级为 AA⁺，评级展望为稳定。

附件 1-1 截至 2021 年底中国万向控股有限公司股权结构图



资料来源：公司提供、联合资信整理

附件 1-2 截至 2021 年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 1-3 截至 2021 年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	5.29	77.94	77.94	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	1
7	通惠期货有限公司	商品期货经纪、金融期货经纪	1.25	77.54	77.54	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
10	万向（香港）有限公司	香港业务	0.60（美元）	100.00	100.00	1
11	苏州万向区块链研究院有限公司	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	0.10	100.00	100.00	3

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	2019 年	2020 年	2021 年
财务数据			
资产总额 (亿元)	1356.80	1559.00	1623.82
所有者权益 (亿元)	197.28	207.01	204.45
归属于母公司所有者权益 (亿元)	82.39	103.06	93.67
短期债务 (亿元)	207.61	216.03	154.97
长期债务 (亿元)	51.00	30.15	42.62
全部债务 (亿元)	258.61	245.96	197.59
营业总收入 (亿元)	246.82	287.29	253.18
投资收益 (亿元)	51.11	67.95	58.91
利润总额 (亿元)	29.01	35.50	10.82
EBITDA (亿元)	37.84	43.41	17.75
筹资前净现金流 (亿元)	82.12	-4.46	100.28
财务指标			
营业利润率 (%)	12.76	14.54	4.95
资产收益率 (%)	1.75	1.91	0.65
净资产收益率 (%)	12.59	13.74	5.05
长期债务资本化比率 (%)	20.54	12.71	17.25
全部债务资本化比率 (%)	56.73	54.32	49.15
资产负债率 (%)	85.46	86.72	87.41
流动比率 (%)	156.08	95.39	123.55
筹资前净现金流流动负债比 (%)	19.92	-0.77	17.51
期末现金及现金等价物余额/短期债务 (倍)	0.42	0.20	0.37
EBITDA 利息倍数 (倍)	11.89	24.00	11.75
全部债务/EBITDA (倍)	6.83	5.67	11.13

资料来源：公司审计报告及财务报告，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	2019 年	2020 年	2021 年
资产总额（亿元）	114.14	103.18	96.52
所有者权益（亿元）	81.63	70.87	63.11
短期债务（亿元）	8.30	20.00	13.00
长期债务（亿元）	23.93	11.78	18.48
全部债务（亿元）	32.23	31.78	31.48
营业收入（亿元）	13.74	9.85	0.56
投资收益（亿元）	13.64	9.75	0.37
利润总额（亿元）	11.05	4.21	-0.95
EBITDA（亿元）	12.97	5.98	0.61
筹资前净现金流（亿元）	-3.43	18.02	7.74
营业利润率（%）	80.45	69.38	-149.15
资产收益率（%）	10.37	3.87	-0.95
净资产收益率（%）	14.53	5.52	-1.41
长期债务资本化比率（%）	22.67	14.25	22.65
全部债务资本化比率（%）	28.30	30.96	33.28
资产负债率（%）	28.48	31.32	34.61
流动比率（%）	501.07	109.58	57.10
筹资前净现金流流动负债比（%）	-39.96	87.75	51.83
期末现金及现金等价物余额/短期债务（倍）	0.08	0.08	0.15
EBITDA 利息倍数（倍）	7.38	3.67	0.43
全部债务/EBITDA（倍）	2.49	5.31	51.99

资料来源：公司审计报告及财务报告，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	
增长率	(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	
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 / [(期初所有者权益 + 期末所有者权益) / 2] × 100%
营业利润率	营业利润 / 营业总收入 × 100% (营业总收入 = 营业收入 + 其他类金融业务收入)
债务结构指标	
资产负债率	负债总额 / 资产总计 × 100%
全部债务资本化比率	全部债务 / (长期债务 + 短期债务 + 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%
担保比率	担保余额 / 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%
速动比率	(流动资产合计 - 存货) / 流动负债合计 × 100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额 / 流动负债合计 × 100%
现金短期债务比	现金类资产 / 短期债务
筹资活动前现金流入 / 短期债务	(经营活动现金流入 + 投资活动现金流入) / 短期债务

注: 现金类资产 = 货币资金 + 交易性金融资产 + 应收票据 + 应收款项融资中的应收票据

短期债务 = 短期借款 + 交易性金融负债 + 应付票据 + 拆入资金 + 卖出回购金融资产款 + 一年内到期的非流动负债 + 其他短期债务

长期债务 = 长期借款 + 应付债券 + 租赁负债 + 其他长期债务

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 (折旧、摊销取自现金流量表补充资料)

利息支出 = 资本化利息支出 + 计入利润表的利息支出

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。

各信用等级符号代表了评级对象违约概率的高低和相对排序，信用等级由高到低反映了评级对象违约概率逐步增高，但不排除高信用等级评级对象违约的可能。

具体等级设置和含义如下表。

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，违约概率极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约概率很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约概率较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约概率一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约概率较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约概率很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约概率极高
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 评级展望设置及含义

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。评级展望通常分为正面、负面、稳定、发展中等四种。

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，未来信用等级可能调升、调降或维持