

信用评级公告

联合〔2021〕1055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及其拟公开发行 2021 年公司债券（第一期）的信用状况进行综合分析和评估，确定中国万向控股有限公司主体长期信用等级为 AA⁺，中国万向控股有限公司公开发行 2021 年公司债券（第一期）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：

二〇二一年五月二十四日

中国万向控股有限公司

公开发行2021年公司债券（第一期）信用评级报告

评级结果：

主体长期信用等级：AA⁺

本期债券信用等级：AA⁺

评级展望：稳定

债项概况：

本期债券发行规模：不超过 10.00 亿元

本期债券期限：品种一发行期限为 2 年，品种二发行期限为 3 年，两个品种间可互拨

偿还方式：按年付息，到期一次还本

募集资金用途：募集资金扣除发行费用后全部用于偿还有息债务

评级时间：2021 年 5 月 24 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。公司保险业务和信托业务行业排名中游，整体业务发展良好。目前公司资本实力较强，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”）固有业务投资减值计提比例较大，存在一定的信用风险。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。

本期债券发行后，公司债务负担将有所增加，但负债杠杆仍处于合理水平。公司主要财务指标对本期债券额度的保障程度较好。

未来，随着公司旗下产业调整和业务整合，以及公司未来战略的执行，公司业务有望进一步发展。联合资信对公司的评级展望为稳定。

基于对公司主体长期信用以及本期公司债券偿还能力的综合评估，联合资信认为，公司主体偿债能力很强，本期公司债券到期不能偿还的风险很低。

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，资本实力较强，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；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。2018—

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

2020年，公司营业总收入及利润总额均持续增长。

3. **资产规模较大，整体资产质量较好。**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。

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。**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。**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、信托产品、资管产品和应收款项投资等，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	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
EBITDA/本期债券额度（倍）	3.64	3.78	4.34
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
EBITDA/本期债券额度（倍）	4.33	1.30	0.60

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	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

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

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 2021 年公司债券（第一期）信用评级报告

一、主体概况

中国万向控股有限公司（以下简称“公司”或“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。

二、本期债券概况

公司拟在 52.00 亿元（包含 52.00 亿元）的额度内面向专业投资者公开发行公司债券，采用分期发行方式。本期债券名称为“中国万向控股有限公司公开发行 2021 年公司债券

（第一期）”，本期债券发行规模为不超过人民币 10 亿元（含），本期债券分为两个品种，品种一发行规模为 5 亿元，期限为 2 年，品种二发行规模为 5 亿元，期限为 3 年，本期债券引入品种间回拨选择权，回拨比例不受限制，公司和主承销商将根据本期债券发行申购情况，在总发行规模内决定是否行使品种间回拨选择权。本期债券票面金额为 100.00 元，按面值平价发行；本期债券采用固定利率形式，单利按年计息，不计复利。初始票面利率将根据簿记建档结果确定。本期债券每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付。本期债券具体发行条款以公司与承销商共同确定并经主管部门审批通过的内容为准。

本期债券募集资金扣除发行费用后全部用于偿还有息债务。

本期债券无担保。

三、宏观经济与政策环境分析

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。财政政策更加积极有为，通过减税降费、增加政府债务扩大支出等措施稳企保岗，支持“两新一重”领域基建，提高有效投资。稳健的货币政策更加灵活，维护市场流动性合理充裕，引导 LPR 下行，降低企业信贷成本；创设货币政策工具支持小微企业信用贷款和存量贷款延期还本付息，为小微企业信贷融资创造良好环境。

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

表1 2016—2020年中国主要经济数据

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

注：1. GDP 总额按现价计算；2. 出口增速、进口增速均以人民币计价统计；3. GDP 增速、城镇居民人均可支配收入增速为实际增长率，规模以上工业增加值增速、固定资产投资增速、社会消费品零售总额增速为名义增长率；4. 城镇失业率统计中，2016-2017 年为城镇登记失业率，2018 年开始为城镇调查失业率，指标值为期末数

资料来源：联合资信根据国家统计局和 Wind 数据整理

投资和净出口为拉动 GDP 增长的主要动力，消费拖累全年经济增长。2020 年，社会消费品零售总额 39.20 万亿元，同比下降 3.90%，为改革开放 40 多年来首次出现负增长。投资方面，2020 年固定资产投资完成额 51.89 万亿元，同比增长 2.90%。其中制造业投资下降 2.20%，为历史同期最低水平；基础设施建设投资（不含电力）增速为 0.90%，较上年（3.80%）大幅下滑，处历史低位；房地产开发投资增速为 7.00%，较上年（9.90%）有所下滑，是投资增长的主要支撑。外贸方面，2020 年货物进出口总额 32.16 万亿元，同比增长 1.90%，外贸规模创历史新高。其中，出口额 17.93 万亿元，同比增长 4.00%；进口额 14.22 万亿元，同比下降 0.70%。进出口顺差 3.71 万亿元，较上年（2.91 万亿元）大幅增加。2020 年我国对东盟、欧盟、美国、日本进出口额分别为 4.74 万亿元、4.50 万亿元、4.06 万亿元和 2.20 万亿元，分别增长 7.00%、5.30%、8.80%和 1.20%，东盟成为我国最大贸易伙伴，对美国贸易快速增长。2020 年经济恢复主要源于投资和外贸的正向拉动。

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

业的冲击较大之故。

居民消费价格指数涨幅回落，生产者价格指数同比降幅扩大。2020 年，居民消费价格指数（CPI）累计同比上涨 2.50%，涨幅较上年（2.90%）有所回落，其中食品价格上涨 10.60%，涨幅比上年回升 1.40 个百分点；非食品价格上涨 0.40%，涨幅比上年回落 1.00 个百分点。核心 CPI（不包括食品和能源）温和上涨 0.80%，涨幅比上年回落 0.80 个百分点。2020 年工业生产者出厂价格指数（PPI）累计同比下降 1.80%，工业生产者购进价格指数（PPIRM）累计同比下降 2.30%，降幅较上年（-0.30%和-0.70%）均显著扩大。

社会融资规模增量逐季下降，M2 增速显著上升。截至 2020 年底，社会融资规模存量 284.83 万亿元，同比增长 13.30%，增速较上年末（10.69%）显著提高，为实体经济提供了有力的金融支持。从增量上看，2020 年新增社会融资规模 34.86 万亿元，比上年多增 9.29 万亿元。分季看，各季度社融增量分别为 11.11 万亿元、9.76 万亿元、8.75 万亿元和 5.25 万亿元，呈逐季下降的趋势，其中银行信贷、企业债券融资以及政府债券融资均呈逐季下降的特点，显示货币政策在回归常态。货币供应量方面，截至 2020 年底，M2 余额 218.68 万亿元，同比增长 10.10%，较上年末增速（8.70%）显著上升。同期 M1 余额 62.56 万亿元，同比增长 8.60%，较上年末增速（4.40%）大幅提高，说明货币政策逆周期调节的力度较大。

财政收入大幅下降、收支缺口更趋扩大。2020 年，全国一般公共预算收入 18.29 万亿元，同比下降 3.90%，降幅逐季收窄，下降幅度依然较大。其中税收收入 15.43 万亿元，同比下降 2.30%；非税收入 2.86 万亿元，同比下降 11.70%。2020 年一般公共预算支出 24.56 万亿元，同比增长 2.80%，增幅较上年（8.10%）显著下滑。其中社会保障与就业支出 3.26 万亿元，同比增长 10.90%；卫生健康支出 1.92 万亿元，同比增长 15.20%；债务付息 0.98 万亿元，同比增长 16.40%。

以上财政支出项目增长显著，主要受疫情及疫情防控影响，同时也表明政府债务付息大幅增加。2020年财政收支缺口6.27万亿元，上年缺口为4.85万亿元，受疫情冲击的特殊影响，2020年财政收支缺口更趋扩大。2020年全国政府性基金收入9.35万亿元，同比增长10.60%，较上年（12.00%）有所下滑；全国政府性基金支出11.80万亿元，同比增长28.80%，增幅较上年（13.40%）大幅提高。全国政府性基金收支增长主要系地方政府土地出让收入及相关支出增长所致。

就业压力趋于缓和，居民收入增幅放缓。

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

2. 宏观政策和经济前瞻

根据中央经济工作会议部署，2021年我国宏观政策将保持连续性、稳定性、可持续性，要继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，保持对经济恢复的必要支持力度，政策操作上要更加精准有效，不急转弯，同时保证不出现重大系统性风险；要重点落实八项任务，加快形成以内循环为主的“双循环”新格局，“要迈好第一步，见到新气象”。在此基调下，**积极的财政政策更加兼顾稳增长和防风险**。中央经济工作会议提出2021年“积极的财政政策要提质增效，更可持续”，强调要兼顾稳增长和防风险需要，保持政府总体杠杆率基本稳定，为今后应对新的风险挑战留出政策空间。“提质增效”一方面强调将建立常态化的财政资金直达机制，提高资金的拨付效率；另一方面强调财政支出的压减，对于非刚性、非重点项目的支出和公用经费要从严从紧，而对于重大项目 and 刚性支出，要保证支付力度。**稳健的货币政策灵活**

精准、合理适度。2021年货币政策将“稳”字当头，保持好正常货币政策空间的可持续性；发挥好定向降准、定向中期借贷便利（TMLF）、再贷款、再贴现等结构性货币政策工具，延续实施针对小微企业的两项直达实体经济工具，引导金融机构加大对“三农”、科技创新、小微和民营企业等国民经济重点领域和薄弱环节的支持力度；进一步健全绿色金融标准体系、政策激励约束体系、产品体系和市场体系，落实碳达峰、碳中和中长期决策部署，引导金融资源向绿色发展领域倾斜，推动绿色金融发展。

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

四、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，同时居民对自身现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2 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%。

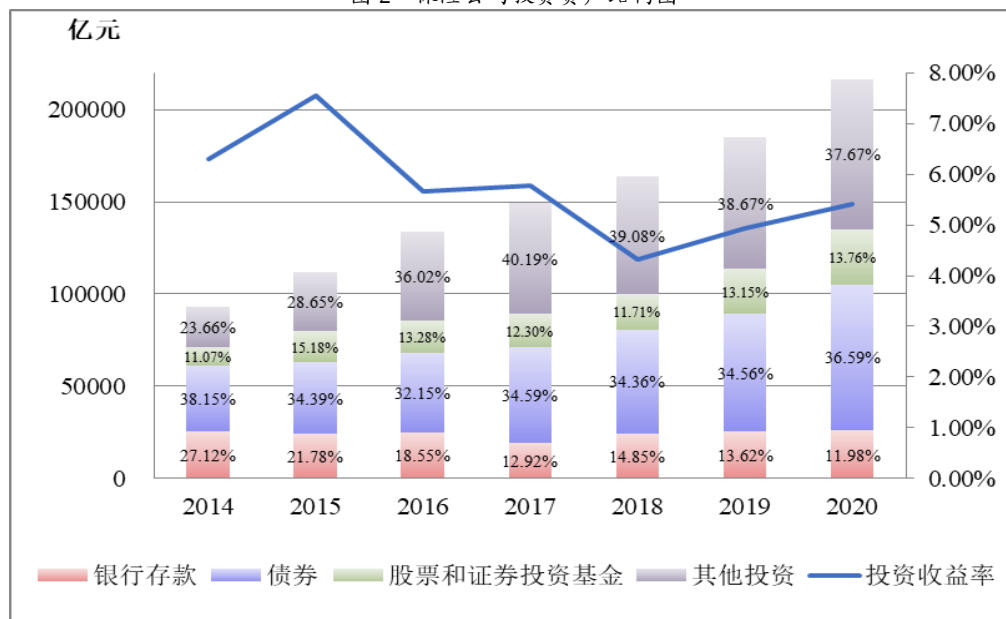
从赔付支出来看，2020 年以来，鉴于此次新冠病毒感染的死亡率较低，从实际结果来看保险公司最终的身故赔付金额相对不高，新冠疫情肺炎对寿险业务的赔付支出影响不大，但医疗费用的索赔使得健康险业务赔付支出压力加大；财产险方面，由于经济下行且频繁踩雷，保险公司保证信用等险种的赔付支出规模较大，承保亏损规模较大，此外车险综合改革的推进亦压缩了传统财险第一大险种车险业务的利润空间。2020 年，保险公司累计赔付支出 1.39 万亿元，同比增长 7.86%；其中，财产险业务累计

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 $\geq 50\%$ 、综合偿付能力充足率 $\geq 100\%$ 、风险综合评级 $\geq B$ 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覆盖面,通知同时对保险公司经营短期健康险所涉及到的合同条款、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

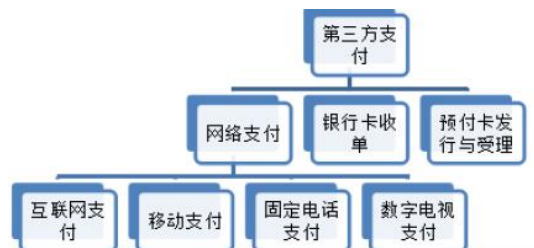
(1) 行业概况

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，相关法律法规和政策见下表：

表3 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项的通知》（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	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

	民币客户备付金账户有关工作的通知》(银支付〔2018〕238号)	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，新增信托资金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年末，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。

五、基础素质分析

1. 产权状况

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，具备较强的规模优势和综合竞争力。

公司是大型民营金融投资运营平台，自身资本实力较强。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。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。

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。2018—2020年，民生人寿原保险保费收入排名行业内第30位、第33位和第36名¹，处于行业中游水平。截至2020年末，民生人寿合并资产总额1496.76亿元，是公司资产最大的子公司。2020年，民生人寿实现利润总额28.84亿元，同比增加7.03亿元，对公司合并口径利润贡献很大。

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2020年末，万向信托资产总额38.69亿元，负债总额7.56亿元。2020年，万向信托实现营业收入15.67亿元，利润总额8.38亿元。

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41.00%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. 人员素质

公司董事、监事行业经验较为丰富，从业人员整体素质与公司业务结构较匹配，能够满足公司发展需要。

截至2020年末，公司董事会3人，包括董事长1人，副董事长兼执行董事1人，董事1人。

公司董事长鲁伟鼎，1971年3月出生，研究生学历，高级经济师，中共党员。现任万向集团公司董事长，公司董事长，万向三农集团有限公

¹ 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

司董事长，民生人寿董事长。

公司副董事长兼执行董事肖风，1961年10月出生，博士，中共党员。1989—1992年担任深圳康佳电子集团股份有限公司董事会秘书兼股证委员会主任；1992—1993年任职于中国人民银行深圳经济特区分行，历任证券管理处科长、副处长，负责深圳市A、B股发行及上市审查工作；1993—1998年进入深圳市证券管理办公室工作，历任副处长、处长、证管办副主任和深圳证券交易所上市委员会委员，主管深圳市上市公司A、B股发行审查、市场建设及监管稽查工作；1998年创建博时基金管理有限公司，并担任总裁兼副董事长至2011年；2011年11月起任公司副董事长，现任公司副董事长兼执行董事。

公司监事冯立民，1961年6月出生，本科学历。1983—1990年在中国银行总行先后从事信贷、资金、资本市场等工作，任经理职务；1990—1993年在荷兰银行从事公司银行业务，任副首席代表职务；1993—2000年在铁行渣华（Royal P&O Nedlloyd）从事投资、航运、管理等工作，任首席代表；2001年至2004年任万向通信有限公司担任副总裁兼财务总监；2005年至今在公司工作，2007年3月至2020年11月任公司副总裁，2020年11月任公司监事。

截至2020年末，公司合并口径职工人数17313人，其中具有研究生及以上学历的人数2168人，占比12.52%，具有本科学历的人数7229人，占比41.75%；本部职工人数89人，其中研究生及以上学历16人，占比17.89%，本科学历37人，占比41.57%。

4. 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月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。

六、管理分析

1. 法人治理结构

公司作为大型民营金融投资运营平台，建立了较完整的法人治理结构，但目前公司管理层人数较少且总经理缺位，需对公司治理运作情况保持关注。

公司是大型民营金融投资运营平台。截至2020年末，公司股东会由三名自然人股东和企业法人股东组成。股东会是公司的权力机构，决定公司的经营方针和投资计划；决定聘任或解聘执行董事、监事及其报酬事项；审议批准执行董事的报告；审议批准监事的报告；审议批准公司的年度财务预算方案、决算方案；审议批准公司的利润分配方案和弥补亏损的方案；对公司增加或者减少注册资本作出决议；对发行公司债券作出决议；对公司合并、分立、解散、清算或者变更公司形式作出决议等。

公司设董事会。董事会由3名董事构成，均为自然人持股股东，包括董事长1人，副董事长兼执行董事1人，董事1人。董事会任期三年，任期届满，可连选连任。董事会对股东会负责，向股东会报告工作；执行股东会的决议；决定公司的经营计划和投资方案；制定公司的年度财务预算方案、决算方案；制定公司的利润分配方案和弥补亏损方案；制定公司增加或者减少注册资本以及发行公司债券的方案；拟定公司合并、分立、解散或者变更公司形式的方案；决定公司内部管理机构的设置；制定公司的基本管理制度等。

公司不设监事会，设监事1人，由股东会选举或解聘。2020年11月，公司监事冯利民完成备案，监事任期每届三年，任期届满，可连选连任。监事对股东会负责，检查公司财务；对执行董事、高级管理人员执行公司职务的行为进行监督，对违反法律、行政法规、公司章程或者股东会决

议的执行董事、高级管理人员提出罢免的建议；当执行董事、高级管理人员的行为损害公司的利益时，要求执行董事、高级管理人员予以纠正；向股东提出提案；依照《公司法》第一百五十二条的规定，对执行董事、高级管理人员提出诉讼；及股东规定的其他职权。截至2021年3月末，公司总经理缺位，由董事长代总经理管理公司经营。

2. 管理水平

公司根据其业务特点制定一系列管理制度，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更高要求。

鉴于公司下属运营主体公司均有良好的投资经验和管理能力，公司本部机构的设置相对精简，设服务管理部、组织资源部、战略发展部和财务管理部等4个职能部门（见附件1-1）。公司本部主要负责运营主体公司的高管团队建设、投资决策和战略管理（包括战略、目标和考核）。各个运营主体公司在其各自的业务范围内主持经营。

公司作为控股公司，经营实体主要为全资（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。不同子公司的业务差异，将为公司的管理带来一定的风险。

资金和费用管理方面，公司制定了《财务管理制度》《控股公司工作手册》等，由董事会审议年度预决算、利润分配方案等重大财务事项，副董事长受董事会委托全面主持日常财务工作，全资和控股子公司独立核算，并根据自身经营特点制定公司财务制度。公司成本费用管理实行“统一领导、定额管理、归口负责、分级管理、逐级控制”的模式，由公司财务管理部牵头，各职能部门归口负责、定额管理。

公司制订了《筹资管理制度》《投资管理制度》，对公司的投融资进行规范管理。投资管理

方面，从财务角度参与对公司股权投资、固定资产投资、运营投资、金融品种投资进行专项管理；融资方面，公司委托万向财务有限公司为公司控股公司各单位代理融资方，并对融资承担相应的责任，同时，在万向财务的统筹安排下，尽可能的对外融资并确保融资需要符合公司发展的需要，满足控股公司整体发展的资金需求。

除此之外，公司还制定了《固定资产管理制度》《内部审计制度》《人力资源管理制度》《战略规划制定流程》《经营计划制定流程》《行业研究工作流程》等制度管理。

七、经营分析

1. 经营概况

2018—2020年，公司营业总收入持续增长，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，利润规模持续增长，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。受万向集团板块间的产业调整和业务整合影响，公司将其持有的清洁能源业务经营主体普星聚能股份公司的股权（持股比例为57.14%）全部转让给万向集团。2018年，公司将其持有的矿产业务经营主体新疆硝石钾肥有限公司、洛阳氟钾科技股份有限公司和洛阳万嵩钾业有限公司全部股权先后转让给万向三农集团有限公司，截至2019年末，公司实业板块运营主体已全部转出。2018—2020年，公司营业总收入逐年增长，年均复合增长14.10%。2020年，公司实现营业总收入287.29亿元，同比增长16.40%。2018—2020年，公司利润总额增长幅度大于营业总收入增长幅度，年均复合上涨70.70%。2020年，公司实现利润总额35.50亿元，同比增长22.35%，主要系公司持有的交易性金融资产公允价值变动增长所致，公司对投资收益依赖的程度较高。

表 4 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，近年来，保险业务收入是公司最重要的收入来源，占公司营业收入比重持续维持在66%以上；互联网金融服务业务收入持续增长，对公司收入贡献度逐年提升；信托、期货及租赁业务收入占营业中收入比重维持在5%以上。公司其他收入三年复合下降44.23%，主要系公司清洁能源业务转出所致。2020年，公司其他业务收入8.52亿元，同比小幅减少0.35%

2. 保险业务

2018—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。2018—2020年，民生人寿营业收入持续上升，年均复合增长31.41%。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 5 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

2018—2020年，民生人寿保险业务收入呈上升态势，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，分红型寿险占比持续下降，传统型寿险和健康险占比稳步上升。

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。2018—2020年，民生人寿保险业务收入呈持续上升态势，年均复

合增长4.30%。近年来，民生人寿积极调整业务结构，2018—2020年，民生人寿分红型寿险收入持续下降，年均复合下降7.59%。2020年，民生人寿分红型寿险收入为49.74亿元，同比下降8.68%。2018—2020年，民生人寿传统型寿险收入持续增长，年均复合增长20.03%。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%。2018—2020年，民生人寿健康险收入持续增长，年均复合增长9.25%。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。

表6 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。

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

民生人寿投资资产规模稳定，主要以可供出售的金融资产为主，投资资产²质量较好；综合偿付能力保持充足水平。

2018—2020年末，民生人寿投资资产波动增长，三年复合增长1.22%。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；其中，可供出售的金融资产占比48.84%和以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产占比27.00%。2020年，民生人寿综合赔付率和退保率分别为3.87%和4.39%。

认可资产规模呈上升趋势，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持续增加的影响，认可负债规模呈上升趋势，认可资产负债率略有提高。截至2020年末，民生人寿认可资产负债率75.60%，较上年末小幅增长。近年来，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，民生人寿实际资本有所提高。2018—2020年末，民生人寿核心偿付能力充足率分别为284%、275%和292%，综合偿付能力充足率分别为326%、295%和309%，小幅变动，仍保持充足水平。截至2020年末，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

万向信托信托业务规模呈持续下降趋势，但受益于信托收益率增加，信托收入有所上升，公司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。

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%。

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。2020年，万向信托加权平均实际年化收益率大约在6.07%~6.93%左右。

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

2018—2020年，万向信托信托规模持续下降，年均复合下降18.37%。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%。2018—2020年，万向信托主动管理型信托资产占比持续上升，管理模式逐渐向主动管理型转变。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年万向信托加大了证券投资类业务，但占比较小。从被动管理型资产来看，万向信托事务管理类信托资产规模持续下降，年均复合下降25.24%，万向信托被动管理型信托均为事务管理类信托。

表 7 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。2018—2020年末，万向信托固有业务规模分别为38.86亿元、43.70亿元和38.68亿元，呈波动下降趋势，主要系存放同业和可供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，2020年末其占比为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损失准备3.73亿元，计提比例为12.13%，计提比例较高。

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，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，主要系监管口径趋严，不良资产划分口径变化所致，相关资产质量变化需关注。

表 8 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
货币资产	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，2018—2020年末，万向信托

共受到2起处罚。2018年1月，万向信托因“违规要求提供担保”被浙江银保监局出具监管函并处罚20万元。2018年6月，万向信托因“房地产项目贷款审批管理不审慎”被浙江银保监局出具监管函并处罚30万元。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2020年末，万向信托净资产和净资本分别为31.13亿元和25.77亿元，分别较上年末下降14.41%和20.32%，主要系可供出售净资产规模下降所致；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

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、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账业务。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

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

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。通联支付成立于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，当期末通联支付不再作为公司直接控股子公司，公司直接控制民生人寿，所以仍把通联支付纳入公司合并报表范围内核算。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。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，2018—2020年，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。近年来，通联支付营业收入持续增长，2018—2020年，年均复合增长21.84%。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，2018—2020年，通联支付的支付业务收入由单一的传统支付业务逐步向多元化的创新支付业务转型。传统支付业务以商户服务为主，2018—2020年，传统支付业务收入占通联支付营业收入比重波动上升。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。2018—2020年，子公司业务对通联支付营业收入贡献均在15%以上，对通联支付营业收入形成了较好的补充。

表9 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	0.00	0.00	0.00	0.00
	普惠金融服务	2.76	7.75	0.00	0.00	0.00	0.00
	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

2017—2020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，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。

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,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。

未来,公司本部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,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。

八、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

公司资产规模较大,资产构成逐渐转为以非流动资产为主,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。

2018—2020年末，随着业务持续发展，伴随着自身产业调整与业务整合，公司资产规模持续增长，三年复合增长10.31%。截至2020年末，公司资产总额为1559.00亿元，较上年末增长

14.90%，主要系当年公司新增信托计划投资，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，流动资产占35.51%，非流动资产占64.49%，公司资产结构以非流动资产为主。

表10 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

流动资产

2018—2020年末，公司流动资产持续下降，年均复合下降9.38%，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。截至2020年末，公司流动资产为553.56亿元，较上年末下降13.99%；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%。

2018—2020年末，公司货币资金规模波动下降，年均复合下降3.21%。截至2020年末，公司货币资金余额为224.72亿元，较上年末增长17.31%，其中受限货币资金合计1.65亿元，占货币资金的比重为0.73%。

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。2018—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波动上升，年均复合增长5.03%。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%。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中有价值20.49亿元的债券用于卖出回购金融资产款的质押，占可供出售金融资产的比重为4.51%，受限比重尚可。

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。2018—2020年末，公司买入返售金融资产持续下降，年均复合下降54.55%。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。

2018—2020年末，公司其他应收款持续下降，

年均复合下降30.02%。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%。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。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前五名欠款单位主要为信保基金、信托项目代垫款、应收赔付款和竣工保证金，对公司资金形成了一定的占用。

非流动资产

2018—2020年末，公司非流动资产规模年均复合增长28.69%。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%，主要系当年公司新增信托计划投资，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。2018—2020年末，公司可供出售金融资产波动上涨，年均复合上涨15.43%。截至2020年末，公司可供出售金融资产为453.94亿元，较上年末上涨39.84%，主要系民生人寿债券持仓增加所致；其中，主要为可供出售债券（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。截至2020年末，公司可供出售金融资产中有价值130.44亿元的债券用于卖出回购金融资产款的质押，占可供出售金融资产中可供出售债券的比重为28.74%，受限比重较高。

2018—2020年末，公司持有至到期投资规模持续增长，年均复合增长146.96%。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，主要系划分为持有至到期投资的债券规模大幅增长所致。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，公司持有至到期投资中有价值64.80亿元的债券用于卖出回购金融资产款的质押，占持有至到期投资的比重为47.39%，受限比重相对较高。

2018—2020年末，公司长期股权投资规模基本保持稳定，截至2020年末，公司长期股权投资为71.83亿元，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。公司2020年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。2018—2020年末，公司其他非流动资产规模持续上升，年均复合上升79.14%。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%，主要系当年定期存款大幅增长98.00亿元所致。

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，占资产总额比例为14.38%，资产存在一定受限，同时考虑到公司以非流动资产为主，资产流动性一般。

表 11 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

所有者权益

2018—2020年末,公司所有者权益规模持续增加,其中未分配利润和少数股东权益占比较高,所有者权益稳定性较弱。

2018—2020年,公司所有者权益波动上升,年均复合上升10.44%。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%,而对其实现实际控制而并表所致。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 12 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

负债

2018—2020年末,公司负债规模逐年增长,负债结构变化很大,由流动性负债占比很高到以非流动负债为主。

2018—2020年末,公司负债规模逐年增长,年均复合上升10.29%。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 13 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

2018—2020年末,公司流动负债规模波动下降,年均复合下降24.71%。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%,其他流动负债占比36.93%,应付赔偿

款占比5.08%，应付保单红利占比5.45%。

2018—2020年末，公司卖出回购金融资产款持续下降，年均复合下降8.09%。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。

2018—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，占比均超过90%；2018—2020年末，公司其他流动负债持续上涨，年均复合上升62.15%。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。

2018—2020年末，公司非流动负债持续较快上升，年均复合上升99.30%。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；非流动负债中其他非流动负债占比85.83%，保户储金及投资款占比8.78%，应付债券占比3.18%。

2018—2020年末，公司应付债券持续下降，年均复合下降29.48%。截至2020年末，公司应付债券为26.77亿元，较上年末下降35.38%，2020年民生人寿次级债到期兑付，同时发行了资本补充债，母公司同时也发行了公司债。

2018—2020年末，公司保户储金及投资款波动下降，年均复合下降19.84%。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。

2018—2020年末，公司其他非流动负债持续增长，年均复合增长4.21倍，主要系2019年公司将民生人寿一年以上的保险合同准备金列入其他非流动负债科目所致。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%。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所有者权益和期货风险准备金。

债务和杠杆水平

公司全部债务规模持续下降，整体债务压力一般，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，2018—2020年末，公司全部债务规模持续下降，年均复合下降9.17%。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。

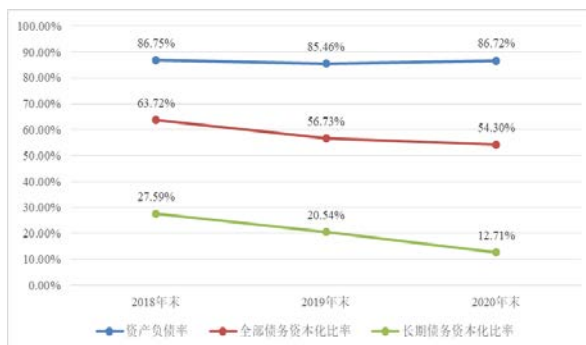
杠杆水平方面，截至2020年末，公司资产负债率为86.72%，较上年末上升1.26个百分点，杠杆水平较高，但考虑到公司负债中保险合同准备金规模较大，仍属合理水平。2018—2020年末，公司全部债务资本化比率分别为63.72%、56.73%和54.30%，长期债务资本化比率分别为27.59%、20.54%和12.71%，公司债务负担有所下降，处于一般水平。

图5 公司债务结构



资料来源：公司财务报告，联合资信整理

图6 公司债务杠杆水平



(3) 盈利能力

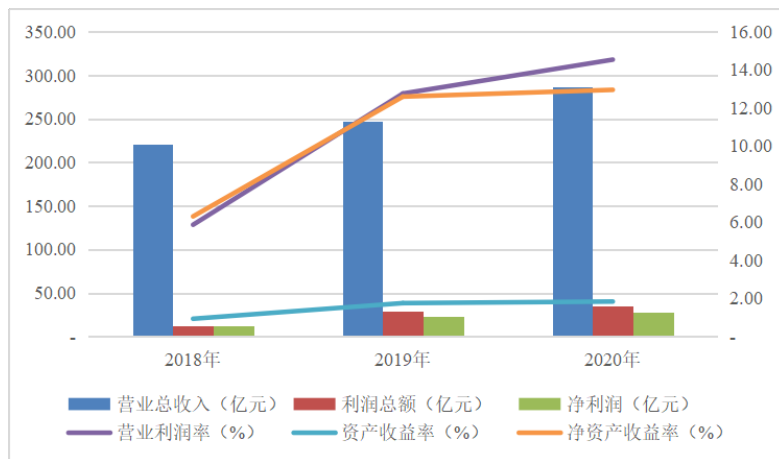
2018—2020年,公司收入和利润规模均保持增长;公司利润对投资收益依赖度较高且资产减值对利润侵蚀较大,但整体盈利能力较强。

2018—2020年,公司营业总收入逐年增长,年均复合增长14.10%。2020年,公司实现营业总收入287.29亿元,同比上升16.40%。2018—2020年,公司利润总额增长幅度大于营业总收入增长幅度,年均复合上升70.70%。2020年,公司实现利润总额35.50亿元,同比增长22.35%,主要系公司持有的交易性金融资产公允价值变动增长所致,公司对投资收益依赖的程度较高。

近年来,随着营业总收入增加,公司营业总

成本持续上升。2018—2020年,公司营业总成本年均复合上升8.77%。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,2018—2020年,公司期间费用总额下降,年均复合下降60.06%。2020年,公司期间费用总额为4.63亿元,同比大幅下降64.12%;2018—2020年,公司资产减值损失分别为3.23亿元、7.99亿元和12.53亿元,2019年资产减值损失主要为针对浙商银行股份有限公司计提的减值准备,2020年资产减值损失主要系公司对长期股权投资、万向信托可供出售金融资产和民生人寿其他资产计提减值损失所致。

图7 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,2018—2020年,公司净资产收益率和资产收益率整体处于增长趋势,净资产收益率分别为6.30%、12.59%和13.74%,资产收益率分别为0.93%、1.75%和1.91%,指标处于尚可水平;公司营业利润率为5.87%、12.76%

和14.54%,呈持续上升态势,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14 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

2018—2020年,公司经营活动净现金流规模呈持续上升态势;投资活动由净流入转为净流出状态;受民生人寿偿还次级债影响,筹资活动现金流由净流入转为净流出。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,2018—2020年,公司经营活动现金流量净额由净流出转为净流入。2018—2020年,公司经营活动现金流入持续上升,主要系保户储金及投资款净增加额增加所致;公司经营活动现金流出呈波动下降态势,年均复合下降

20.59%。

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,2018—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;2020年为-130.54亿元,主要系公司投资支付的现金规模减少所致。2018—2020年,公司投资活动现金流入波动下降;同期,投资活动现金流出波动下降。

从筹资活动来看,2018—2020年,公司筹资活动现金流量由净流入转为净流出。2018—2020年,公司筹资活动现金流入波动下降;筹资活动现金流出规模波动下降。

表 15 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

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,杠杆率低;盈利主要依赖于持有子公司的投资收益,收入波动较大,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。

2018—2020 年末,公司母公司口径资产总额整体呈波动增长趋势,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”、“18 万向 02”和“20 万向 01”。截至 2020

年末,公司母公司口径资产负债率为 32.31%,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。

近几年,母公司营业收入主要来源于持有子公司的投资收益,占比均在 99.00%以上。2020 年,公司母公司口径实现营业收入 9.85 亿元,其中投资收益 9.75 亿元;实现净利润 4.21 亿元,同比减少 61.96%,主要系营业成本增加及持有子公司投资收益减少所致。

母公司口径现金流方面,公司现金流变动较大,2020 年,经营活动和筹资活动均产生现金净流出,分别为 2.38 亿元和 17.03 亿元,投资活动现金流为净流入 20.40 亿元,期末现金及等价物余额 1.69 亿元。

4. 偿债能力

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，资本实力较强，间接融资渠道畅通，公司整体偿债能力很强。

从短期偿债能力指标看，2018—2020年，公司流动比率分别为74.95%、156.08%和108.57%，期末现金及现金等价物余额/短期债务倍数分别为1.02倍、1.29倍和1.03倍，公司短期偿债能力较好。

从长期偿债能力指标看，2018—2020年，公司EBITDA规模持续增长，年均复合增长9.26%。2020年，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%。2018—2020年，

公司EBITDA利息倍数分别为1.99倍、11.89倍和24.00倍；公司全部债务/EBITDA倍数比分别为8.20倍、6.83倍和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，2018—2020年，公司母公司口径流动比率分别为592.77%、501.07%和109.58%。2018—2020年，公司母公司口径EBITDA分别为43.28亿元、12.97亿元和5.98亿元；EBITDA利息倍数分别为2.76倍、7.38倍和3.67倍；全部债务/EBITDA倍数分别为0.66倍、2.49倍和5.31倍。母公司口径偿债能力指标表现尚可。

表 16 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1.12亿元，占2020年末母公司资产总额为1.09%，占比较小。

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。

九、本期债券偿还能力分析

相比目前债务规模，本期债券发行后，公司债务负担有所增加，但负债杠杆仍将处于合理水平；综合考虑本期债券的偿还保障指标及公司在资本实力、金融业务多元化布局等方面的优势，公司对本期债券的偿还能力很强。

1. 本期债券对公司现有债务的影响

本期债券拟发行规模不超过 10.00 亿元，发行规模相较合并口径已有债务规模来说一般，相较母公司口径已有债务规模较大。以 2020 年末财务数据为基础，假设本期债券募集资金净额为 10.00 亿元，在其他因素不变的情况下，本期债券发行后，合并口径下负债和债务规模有所增长，但债务水平上升程度可控，杠杆指标仍然处于合理区间；母公司口径下负债和债务规模大幅增长，债务水平上升幅度较大，但因母公司既有杠杆水

平较低，发行后杠杆指标仍然处于一般水平。本期债券发行后，公司合并口径债务结构有所优化，长期债务占比上升，但仍以短期债务为主。

表 17 以 2020 年末数据测算本期债券发行对现有债务及杠杆的影响

项目	合并			母公司		
	发行前	发行后	变动率 (%、个百分点)	发行前	发行后	变动率 (%、个百分点)
负债总额（亿元）	1351.99	1361.99	0.74	32.31	42.31	30.95
全部债务（亿元）	245.96	255.96	4.07	31.78	41.78	31.47
资产负债率（%）	86.72	86.81	0.09	31.32	37.39	6.07
全部债务资本化比率（%）	54.30	55.29	0.99	30.96	37.09	6.13
长期债务资本化比率（%）	12.71	16.25	3.54	14.25	23.51	9.26

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

2. 本期债券偿还能力分析

按照本期债券发行 10.00 亿元估算相关指标，本期债券的保障倍数如下表。2018—2020 年，公司资产总额和所有者权益对本期债券额度的保障程度较高，相比净利润和 EBITDA 对本期债券额度的保障程度较低，公司自身金融控股企业

特性，现金流指标波动较大。

母公司口径下资产总额和所有者权益对本期债券额度的保障程度较好，但净利润和 EBITDA 保障程度一般，母公司口径现金流指标波动较大。此外，公司拥有较通畅的直接和间接融资渠道，能够为本期债券提供较强的现金流保障。

表 18 本期公司债保障能力测算（单位：倍）

项目	合并			母公司		
	2018 年	2019 年	2020 年	2018 年	2019 年	2020 年
资产总额/本期债券额度	128.12	135.68	155.90	9.92	11.41	10.32
所有者权益/本期债券额度	16.97	19.73	20.70	7.05	8.16	7.09
净利润/本期债券额度	1.19	2.31	2.78	2.74	1.11	0.42
EBITDA/本期债券额度	3.64	3.78	4.34	4.33	1.30	0.60
筹资前净现金流/本期债券额度	0.46	0.82	-0.04	-4.62	0.21	-1.70

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

十、结论

中国万向控股有限公司的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。公司保险业务和信托业务行业排名中游，整体业务发展良好。目前公司资本实力较强，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；万向信托固有业务投资减值计提比例较大，存在一定的信用风险。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。

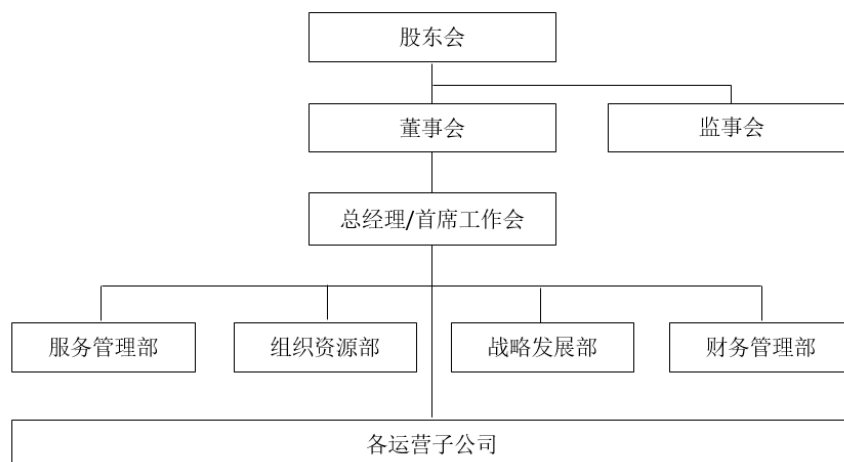
本期债券发行后，公司债务负担将有所增加，但负债杠杆仍处于合理水平。公司主要财务指标对本期债券额度的保障程度较好。

未来，随着公司旗下产业调整和业务整合，

以及公司未来战略的执行，公司业务有望进一步发展。联合资信对公司的评级展望为稳定。

基于对公司主体长期信用以及本期公司债券偿还能力的综合评估，联合资信认为，公司主体偿债能力很强，本期公司债券到期不能偿还的风险很低。

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
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
EBITDA/本期债券额度（倍）	2.42	2.52	4.34

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
EBITDA/本期债券额度 (倍)	4.33	1.30	0.60

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

联合资信评估股份有限公司关于 中国万向控股有限公司

公开发行 2021 年公司债券（第一期）的跟踪评级安排

根据监管部门和联合资信对跟踪评级的有关要求，联合资信将在本次（期）债券存续期内，在每年中国万向控股有限公司年报公告后的两个月内，且不晚于每一会计年度结束之日起六个月内进行一次定期跟踪评级，并在本次（期）债券存续期内根据有关情况进行不定期跟踪评级。

中国万向控股有限公司应按联合资信跟踪评级资料清单的要求，提供有关财务报告以及其他相关资料。中国万向控股有限公司或本次（期）债项如发生重大变化，或发生可能对中国万向控股有限公司或本次（期）债项信用等级产生较大影响的重大事项，中国万向控股有限公司应及时通知联合资信并提供有关资料。

联合资信将密切关注中国万向控股有限公司的经营管理状况、外部经营环境及本次（期）债项相关信息，如发现中国万向控股有限公司出现重大变化，或发现存在或出现可能对中国万向控股有限公司或本次（期）债项信用等级产生较大影响的事项时，联合资信将就该事项进行必要调查，及时对该事项进行分析，据实确认或调整信用评级结果。

如中国万向控股有限公司不能及时提供跟踪评级资料，导致联合资信无法对中国万向控股有限公司或本次（期）债项信用等级变化情况做出判断，联合资信可以终止评级。

联合资信对本次（期）债券的跟踪评级报告将在本公司网站和交易所网站公告，且在交易所网站公告的时间不晚于在本公司网站、其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间；同时，跟踪评级报告将报送中国万向控股有限公司、监管部门等。