

# 信用等级公告

联合〔2020〕2911号

---

中国万向控股有限公司：

联合信用评级有限公司通过对中国万向控股有限公司主体长期信用状况和拟公开发行的 2020 年公司债券（第一期）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+，评级展望为“稳定”**

**中国万向控股有限公司拟公开发行的 2020 年公司债券（第一期）信用等级为 AA+**

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二〇二〇年九月八日

---

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 10 层（100022）

电话：010-85172818

传真：010-85171273

<http://www.unitedratings.com.cn>

# 中国万向控股有限公司

## 公开发行 2020 年公司债券（第一期）信用评级报告

本期债券信用等级：AA+

公司主体信用等级：AA+

评级展望：稳定

本期发行规模：不超过 52 亿元（含），分期发行，  
首期发行规模不超过 15 亿元（含）

本期债券期限：3 年期，附第 2 年末发行人调整  
票面利率选择权、投资者回售选择权和发  
行人赎回选择权。

还本付息方式：每年付息一次，最后一期利息随  
本金的兑付一起支付

评级时间：2020 年 9 月 8 日

### 主要财务数据

项 目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 1-6 月
资产总额（亿元）	1,285.18	1,281.19	1,356.80	1,383.66
所有者权益（亿元）	209.03	169.73	197.28	216.86
短期债务（亿元）	184.05	233.42	207.61	148.59
全部债务（亿元）	254.00	298.10	258.61	194.11
营业总收入（亿元）	209.22	220.69	246.82	150.75
净利润（亿元）	11.72	11.94	23.11	16.04
经营性净现金流（亿 元）	61.65	-26.36	70.70	51.36
营业利润率（%）	6.32	3.30	10.79	10.60
净资产收益率（%）	6.28	6.30	12.59	7.75
资产负债率（%）	83.74	86.75	85.46	84.33
全部债务资本化比率 （%）	54.86	63.72	56.73	47.23
流动比率（倍）	0.78	0.75	1.56	1.56
EBITDA（亿元）	27.08	36.37	37.84	/
EBITDA 利息倍数（倍）	0.11	0.12	0.15	/
EBITDA 全部债务比 （倍）	7.63	1.99	11.89	/
EBITDA/ 本期发债额 度（倍）	0.52	0.70	0.73	/

注：1. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异系四舍五入造成；财务数据均为合并口径；除特别说明外，均指人民币；  
2. 2020 年 1-6 月财务数据未经审计，相关指标未年化；3. EBITDA/ 本期发债额度指标中本期发债额度按 52 亿元进行计算

### 评级观点

联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）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，支付业务收入稳步增长，整体业务发展良好。目前，公司资本实力较强，资产规模较大，整体资产质量较好，盈利能力尚可。

同时，联合评级也关注到公司子公司民生人寿和万向信托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。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。此外，公司整体债务负担相对较重，且有息债务以短期为主，需持续关注公司流动性管理情况。

未来，随着万向体系板块间的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。联合评级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，联合评级认为，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；支付业务收入稳步增长，公司各项业务整体发展良好。2017—2019年，公司营业总收入及净利润均持续增长。

**3. 公司资产规模较大，整体资产质量好。**

公司资产规模较大；公司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组合中投资资产为主，公司整体资产质量较好。

**关注**

**1. 公司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、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. 公司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、信托产品及资管产品和应收款项投资等，相关信用风险仍需关注

**3. 公司债务负担较重，且债务期限偏短期。**公司负债规模持续上升，全部债务规模波动增长，且债务结构偏短期，需持续关注公司流动性管理情况。公司整体债务压力较重。

**分析师**

刘 嘉 登记编号（R0040218110003）

张晨露 登记编号（R0040216120003）

邮箱：lh@unitedratings.com.cn

电话：010-85172818

传真：010-85171273

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号  
PICC大厦10层（100022）

网址：www.unitedratings.com.cn

## 信用评级报告声明

除因本次信用评级事项联合信用评级有限公司（联合评级）与评级对象构成委托关系外，联合评级、评级人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

联合评级与评级人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的信用评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本信用评级报告的评级结论是联合评级依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。本评级报告所依据的评级方法在公司网站公开披露。

本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

本信用评级报告中引用的评级对象相关资料主要由评级对象提供，联合评级对所依据的文件资料内容的真实性、准确性、完整性进行了必要的核查和验证，但联合评级的核查和验证不能替代评级对象及其他机构对其提供的资料所应承担的相应法律责任。

本次信用评级结果仅适用于本次（期）债券，有效期为本次（期）债券的存续期；根据跟踪评级的结论，在有效期内评级对象的信用等级有可能发生变化。

分析师：

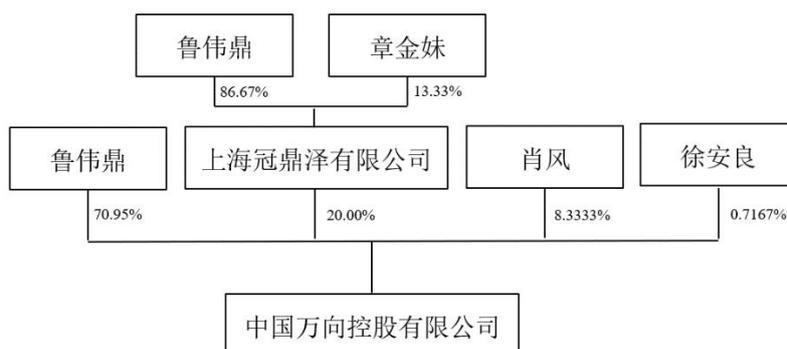


联合信用评级有限公司

## 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。截至2019年末，公司注册资本及实收资本均为12.00亿元，其中鲁伟鼎占比71.67%，上海冠鼎泽占比20.00%，肖风占比8.33%。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。截至2020年6月末，公司注册资本及实收资本仍为12.00亿元，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。截至2020年6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2020年6月末公司股权结构图（单位：%）



资料来源：公司提供

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2020年6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一级子公司共计10家，其中8家为发起投资设立，2家通过购买取得；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”）等主要子公司。截至2020年6月末，公司合并口径职工人数18,214人，公司本部职工人数共87人。

截至2019年末，公司合并资产总额1,356.80亿元，负债合计1,159.51亿元，所有者权益合计197.28亿元，其中归属于母公司的所有者权益82.39亿元。2019年，公司实现营业总收入246.82亿元，净利润23.11亿元，其中归属于母公司所有者的净利润9.81亿元；经营活动产生的现金流量净额70.70亿元，现金及现金等价物净增加额30.70亿元。

截至2020年6月末，公司合并资产总额1,383.66亿元，负债合计1,166.80亿元，所有者权益合

计 216.86 亿元，其中归属于母公司的所有者权益 90.92 亿元。2020 年 1—6 月，公司实现营业总收入 150.75 亿元，净利润 16.04 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 6.86 亿元；经营活动产生的现金流量净额 51.36 亿元，现金及现金等价物净增加额-38.52 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

### 1. 本期债券概况

本期债券名称为“中国万向控股有限公司公开发行 2020 年公司债券（第一期）”。本期债券的发行规模为不超过 52 亿元（含），分期发行，首期发行规模不超过 15 亿元。本期债券期限为 3 年期，附第 2 年末发行人调整票面利率选择权、投资者回售选择权和发行人赎回选择权。本期债券面值为 100 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。本期债券面向《公司债券发行与交易管理办法》规定的专业投资者公开发行。

本期债券为无担保债券。

### 2. 本期债券募集资金用途

本期公司债券募集资金扣除发行费用后，不超过 11 亿元用于偿还有息债务，不超过 4 亿元用于补充公司流动资金。

## 三、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

#### （1）业务概况

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

近年来，受宏观经济增长放缓影响，我国实施积极的财政政策和稳健中性的货币政策，为保险行业的发展提供了良好的政策环境。在积极的财政政策下，投资增长特别是公共消费型基础投资、养老产业的相关投资，不但为保险资产配置提供了渠道，也会带动新的保险需求。在稳健中性的货币政策下，人身险公司资金成本长期来看维持在稳定合理水平。2019 年以来，在监管趋严及人身险公司回归稳健业务增长模式的背景下，行业面临的保险风险逐步降低。随着人身险公司将业务中心转向长期期缴型及保障型产品的业务转型初见成效，且部分保险公司加大对年金类产品的开发和营销力度，人身险保费增速有所加快。2019 年，我国人身险业务原保险保费收入 3.10 万亿元，同比增长 13.76%。其中，普通寿险实现原保险保费收入 2.28 万亿元，同比增长 9.80%；健康险业务实现原保险保费收入 0.71 万亿元，同比增长 29.70%。资产方面，截至 2019 年末，寿险公司总资产 16.96 万亿元，资产增速有所加快。

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

以上（见表2），我国人身险行业市场集中度仍处于较高水平。从人身险公司集中度来看，前8家人身险公司市场排名基本保持稳定；2019年，前海人寿和中邮人寿得益于较好的营销策略和相应的产品开发，原保险保费收入排名升至行业前10。此外，外资人身保险公司原保险保费收入合计市场份额为9.31%，市场占有率较上年度上升1.21个百分点，但仍处于在较低水平。

表1 寿险公司市场集中度（原保费收入）（单位：%）

排名	2017年		2018年		2019年	
	公司	占比	公司	占比	公司	占比
1	国寿股份	19.67	国寿股份	20.42	国寿股份	19.22
2	平安人寿	14.17	平安人寿	17.02	平安人寿	16.70
3	安邦人寿	7.28	太保人寿	7.67	太保人寿	7.18
4	太保人寿	6.68	华夏人寿	6.03	华夏人寿	6.18
5	泰康人寿	4.43	太平人寿	4.71	太平人寿	4.75
6	太平人寿	4.38	新华人寿	4.66	新华人寿	4.67
7	新华人寿	4.20	泰康人寿	4.47	泰康人寿	4.42
8	人保寿险	4.08	人保寿险	3.57	人保寿险	3.32
9	华夏人寿	3.34	富德生命人寿	2.73	前海人寿	2.59
10	富德生命人寿	3.09	天安人寿	2.23	中邮人寿	2.28
	合计	71.31	合计	73.49	合计	71.31

资料来源：2017、2018年数据来自银保监会网站，2019年数据来自wind、联合评级整理

人身险公司业务结构方面，我国人身保险产品按照保障范围可划分为寿险、健康保险和意外保险。近年来，我国寿险产品原保险保费收入占比维持在较高水平，但占比整体呈下降的趋势，健康保险保费收入占比整体呈上升态势，2019年，我国寿险业务原保险保费收入占人身险业务的76.80%，健康险业务占21.01%。随着监管大力推动“保险姓保”，投资型保险产品的发展受到较大影响，中短期万能险产品不断叫停，近年来万能险业务规模整体大幅下降；但2019年以来，部分处于业务转型期的中小保险公司，为维持总体业务规模的增长，相继推出中长期万能险或短期投资连结险产品，但整体业务规模不大且在监管要求范围内。

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

此外，由于每年年初为险企“开门红”阶段，是全年保费收入的主要增长点；但2020年初，受新冠肺炎疫情影响，2月份，各主要上市险企原保险保费收入同比增速均为下降趋势，主要是由于保险代理人及业务营销人员无法线下展业，同时居民对于现金流预期趋于保守，多数会暂缓保险产品消费；未来，随着疫情逐步得到控制，同时保险代理人逐步通过线上工作及展业，预计险企新单环比会有所改善。目前，疫情导致保险产品销售短暂受阻，但从长期看，疫情的冲击或将提高居民对风险的认识，进而刺激保险需求的提升，同时倒逼保险公司提升线上管理及销售能力实现行业进阶式发展，人身险行业发展有待持续关注。

## （2）盈利水平

**保险公司可运用资产规模稳步增长，资金投向趋于稳健，资金收益水平有所改善。**

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

投资收益方面，2019年，保险资金运用投资收益呈现了前高后低的走势，但整体收益较上年度明显提升。2019年初，股票市场整体表现向好，全年上证指数累计上涨22.30%，多家险企抓住上半年快速上涨的行情，增加股票配置；同时险企对于优质公司的股权投资配置不断加大，并适当减少收益率较低的银行存款类和投资性房地产类资产的配置；此外，受近年来资本市场相继出现债券违约现象，险企在债券投资和准入方面更为审慎。2020年以来，受新冠肺炎疫情影响，多国金融市场呈现大幅下跌，从1、2月份我国主要经济运行数据来看，新冠疫情对当前经济运行造成了比较大的冲击，但是政府多项政策和措施的出台从另一方面稳定了当前经济形势。险企资金运用方面，一方面股票市场动荡对险企投资收益产生较大影响；另一方面，在疫情的影响下，信托公司产品发行规模明显收缩，随着部分险资投资的非标资产相继到期，再投压力明显加大；同时，在利率下行的背景下，固定收益类资产收益不断下降，加之资本市场波动，预计未来保险公司资金配置压力将加大。但上述影响目前看来或为短期现象，随着疫情的控制、企业加快复工复产及政府加强经济发展政策的相继出台，2020年度长期情况有待观察。

图2 保险公司投资资产结构图（单位：亿元、%）



资料来源：银保监会网站、联合评级整理

### （3）偿付能力

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

2016年“偿二代”正式实施，行业整体偿付能力充足水平稳定，但呈下降趋势。2017年9月，原中国保监会发布实施偿二代二期工程建设方案，根据建设方案2018年5月，银保监会制定了《偿二代二期工程建设路线图和时间表》，共有36个建设项目，拟于2020年6月底前全部完成。根据

73家已发布2019年第四季度偿付能力报告的人身险公司披露数据显示，与2019年第三季度相比，整体综合偿付能力充足率及核心偿付能力充足率数据均有所下滑，且仍有部分人身险公司偿付能力正在逼近监管红线(核心偿付能力充足率低于50%，综合偿付能力充足率低于100%)。受业务结构调整及投资风险影响，人身险行业整体偿付能力充足水平有所下降，但行业抗风险能力仍处于较好水平；另一方面，业务的发展及资本市场的变化将会增加人身险行业的风险管控的难度，从而使得偿付能力的提升承压。

近年来，业务规模的快速发展、资本市场的波动以及监管力度的加大对保险公司偿付能力带来不利影响，资本补充需求较大。保险公司资本补充力度逐年加大，主要通过股东增资、发行资本补充债券等方式补充资本。2019年，在监管机构从严从重加强保险资金运用监管背景下，偿付能力承压，险资申请资本补充债发行数量较上年同期有所增长，全年人身险行业审批通过发行416.5亿元(不含保险集团及再保险公司)。与此同时，部分保险公司寻求通过增加注册资本的方式补充资本，2019年人身险公司累计补充注册资本金83.46亿元；银保监会批复成立大家保险承接安邦保险全部业务，大家保险注册资本40.00亿元；首家外商独资保险控股公司安联(中国)保险控股有限公司于2019年11月经银保监会批复成立，注册资本27.18亿元。总体看，虽然人身险行业整体偿付能力保持充足水平，但部分人身险公司补充资本的需求仍然存在，且银保监会也不断健全多样的资本补充工具，资本补充渠道将进一步丰富；同时，2019年银保监会开放外资保险公司持股比例上限，首家外商独资保险控股公司的成立也标志着中国保险行业对外开放进程加快。

#### (4) 行业监管与政策支持

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

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

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

2019年以来，银保监会在官网公布的针对保险下发的规章及规范性文件达30多份，另有相关问题的通报20余份，涉及领域包括对外开放、险资投资、业务监管、渠道监管及营销整治等。

在保险业对外开放政策方面，2019年10月，国务院发布了关于修改《中华人民共和国外资保险公司管理条例》的决定；并于11月，发布《中华人民共和国外资保险公司管理条例实施细则》正式修订；12月，银保监会再次下发突破性对外开放文件，“将人身险外资股比限制从51%提高至100%的过渡期提前至2020年”“自2020年1月1日起，正式取消经营人身保险业务的合资保险公司(以下简称合资寿险公司)的外资比例限制，合资寿险公司的外资比例可达100%”，监管不断放宽外资持股比例限制，一方面表明我国保险业坚决的开放态度，另一方面意味着外资在中国保险市场中的话语权将会提高，越来越多的外资险企将落地中国保险市场。

在保险产品的监管方面，2019年，银保监会相继发布了《关于规范两全保险产品有关问题的通知》《关于近期人身保险产品问题的通报》《关于修改〈人身保险新型产品信息披露管理办法〉的决定(征求意见稿)》《关于财产保险公司备案产品条款费率非现场检查问题情况的通报》等相关文件。

其中，人身险产品方面的 2019 年三次通报累计通报险企数量达 80 余家；这些问题是基于 2018 年银保监会开展的人身保险产品专项核查的后续处理；银保监会还针对特别产品进行相关规范，如《关于规范两全保险产品有关问题的通知》。总体看，无论是点名人身险产品问题公司，还是进行财险产品费率厘定，亦或者细致到两全产品的规范等，均体现了监管在保险产品方面的监管不断细致、深化。

在机构合规化推进方面，2019 年银保监会不断巩固保险业市场乱象治理成效、严防风险、并持续加大监管力度。2019 年 5 月，银保监会下发《关于开展“巩固治乱象成果促进合规建设”工作的通知》，对全年推进公司合规建设进行部署；11 月，发布《关于印发银行保险机构公司治理监管评估办法（试行）的通知》，并首次提出了合规性评价和有效性评价两类指标，同时设置重大事项调降评级项，加大对公司治理有效性及公司治理失灵等突出问题的关注评价力度。同时，在促进机构合规化经营、规范化发展方面，银保监会还推出一系列的政策，如关于偿付能力监管规则，保险资产负债监管暂行办法、关联交易管理办法、治理监管评估办法、员工履职回避工作指导意见等各个方面都在出台相应的政策措施。

此外，2019 年，银保监会还针对保险中介治理和维护消费者权益等方面，发布多项监管政策，使得保险行业在规范化的进程中稳步发展。

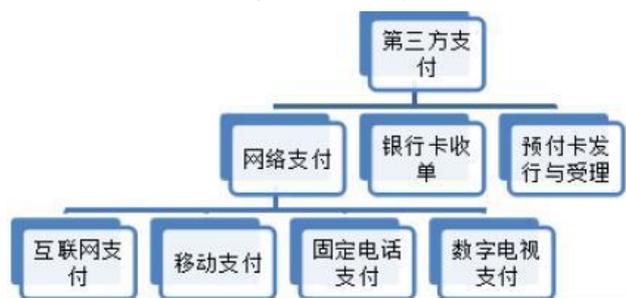
## 2. 第三方支付行业

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；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，第三方支付行业的趋于稳定。

### （1）行业概况

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

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

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2 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
2005年1月	《关于加快电子商务发展的若干意见》	指出要推进在线支付体系建设，加紧制订在线支付业务规范和技术标准，研究风险防范措施，加强业务监督和风险控制等
2009年6月	《银联卡收单第三方服务机构管理办法》（试行）	规定明确了银联卡收单第三方服务机构注册登记与认证流程及其他关联事项，同时明确了银联卡收单业务委托服务的基本要求和服务标准
2010年9月	《非金融机构支付服务管理办法》	提出了针对非金融机构提供支付服务的准入标准、监督管理、处分处罚等管理措施，促进支付服务市场健康发展，规范非金融机构支付服务行为，防范支付风险，保障当事人的合法权益
2011年6月	《非金融机构支付业务系统检测认证管理规定》	落实对第三方支付机构业务系统、通信系统等支付业务安全管理要求
2012年9月	《支付机构预付卡业务管理办法》	对预付卡的发行、受理、使用、充值和赎回，及预付卡业务企业的监督管理、纪律与责任做出了详细的规定
2013年6月	《银行卡收单业务管理办法》	就从事银行卡收单业务机构在特约商户管理、开展业务管理、风险控制管理、监督管理及罚则方面进行规范，保障各参与方合法权益，防范支付风险，促进银行卡业务健康有序发展
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民币客户备付金账户有关工作的通知》（银支付〔2018〕238号）	支付机构能够依托银联和网联清算平台实现收、付款等相关业务的，应于2019年1月14日前撤销开立在备付金银行的人民币客户备付金账户，规定可以保留的账户除外。若备付金银行、清算机构发现客户备付金异常的，应当及时督促支付机构纠正，并及时报告支付机构所在地人民银行分支机构

资料来源：公开信息，联合评级整理

### （3）行业关注

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

### （1）信托行业概况

**金融去杠杆政策对信托业务的影响开始显现，信托资产规模有所回落，信托行业面临较大业务转型压力。**

信托行业近年来发展迅速，2010年全行业的信托资产规模首次超过公募基金规模，2012年超过保险业规模，一跃成为仅次于银行业的第二大金融业务，信托资产规模增速快速增长，2016年信托业跨入了“20万亿时代”，信托已经成为服务实体经济的重要力量。2018年以来，监管部门持续加强对通道业务的监管，推动金融去杠杆，信托通道业务明显规模减少，多数信托公司主动控制规模和增速，导致信托行业整体资产规模有所下降。截至2019年末，全国68家信托公司管理的信托资产规模为21.6万亿元，较2018年末下降4.85%。

图4 近年来信托行业信托资产规模变化情况



资料来源：中国信托业协会

信托行业收入结构来相对单一，经营收入与信托资产规模和业务产品结构的关联性较大，2019年信托行业经营业绩有所回升。

信托公司经营收入来源于固有业务和信托业务，其中固有业务带来的收益包括利息收入和投资收益。

2018年，在强监管、去杠杆的背景下，通道业务收缩使得信托资产规模下降，且信托行业处于转型发展阶段，新型业务尚未形成规模化收入，信托行业经营收入同比增速有所下滑；同时，在银行控制同业投资规模的影响下，市场资金面偏紧，报酬率较高的主动管理类信托产品资金募集困难，导致平均年化综合信托报酬率进一步下降；人均利润率较上年同期略有降低，整体盈利能力进一步下滑。

2019年，信托行业经营业绩有所回升，全年实现营业收入1,200.12亿元，同比增长5.22%；信托行业净利润整体保持平稳，全年实现净利润727.05亿元，同比变化不大；信托行业人均利润为244.23万元，同比下降11.20%。从信托报酬率来看，2019年，信托行业平均年化综合收益率为5.49%同比增长0.58个百分点。

从收入结构来看，在信托逐步回归主业的趋势下，信托业务收入占经营收入的比重近年来呈上升趋势，为信托公司最主要的收入来源；固有业务利息收入占比较小。2019年，信托业务收入占经营收入的比重仍保持在较高水平，信托业务收入和固有业务收入占比分别为69.48%和28.43%。

## （2）业务分析

在去通道、去杠杆的监管环境下，信托业务结构逐渐转型，信托行业脱虚向实效果逐步显现；融资环境收紧以及债券违约事件的频发加剧了信托行业的风险聚集，但行业整体抗风险能力较强。未来随着监管力度的持续加强，促使信托公司逐步提升主动管理能力，业务结构将进一步优化。

从信托资金来源看，2017年以来信托资金来源变动的的基本态势呈现两大特点，一是单一资金信托占比一直处于持续下降过程，2017—2019年底单一资金信托占比分别为45.73%、43.33%和37.10%；二是集合资金类信托和管理财产类信托占比逐步上升，信托公司在信托业务中的主动管理能力逐步

增强。截至 2019 年末，集合类信托占比由 40.12%增至 45.93%；管理财产类信托占比变化不大，为 16.98%，信托资金来源持续向多样化和均衡化发展。

从信托功能看，2017—2019 年，投资类、融资类和事务管理类信托产品“三分天下”局面进一步改变，事务管理类信托产品发展速度明显快于其他两类产品。其中，融资类信托业务占比提升至 2019 年末的 26.99%；受资本市场波动较大的影响，投资类信托占比趋于稳定，2019 年末为 23.71%；事务管理类信托占比持续下降，三年分别为 59.62%、58.36% 和 49.30%，但仍然是信托资产的最主要运用方式。

从信托资金的投向来看，资金分布较为均衡，行业集中度风险相对可控；资金配置进一步向工商企业领域倾斜，信托行业脱虚向实效果逐步显现。2017 年，工商企业依然稳居信托投向的榜首，其后依次是金融机构、基础产业、证券投资、房地产。截至 2017 年末，五大投向占比情况如下：工商企业占比 27.84%，金融机构占比 18.76%，基础产业占比 14.49%，证券投资占比 14.15%，房地产行业占比 10.42%。与 2016 年年末相比，变化在于基础产业超过证券投资升至第三位。截至 2018 年年末，五大投向占比情况如下：工商企业占比 29.90%，金融机构占比 15.99%，基础产业占比 14.59%，证券投资占比 11.59%，房地产行业占比 14.18%。2019 年，工商企业继续在资金配置中占据首位，基础产业和房地产占比分别上升到第二和第三位，金融机构占比则从第二位下滑到第四位，信托资金运用的结构优化趋势较为明显。截至 2019 年末，五大投向占比情况如下：工商企业占比 30.60%，基础产业占比 15.72%，房地产行业占比 15.077%，金融机构占比 13.96%，证券投资占比 10.92%。

从信托业务风险水平来看，融资环境收紧以及债券违约事件的频发加剧了信托行业的风险聚集，但行业整体抗风险能力较强。随着信托行业发展速度的趋缓，相应的风险也逐步显现，信用风险伴随着宏观经济下行逐渐暴露。由于信托行业在高速发展阶段时，将信托资金大多投向房地产和地方政府融资平台领域，2018 年以来，政府加大了对房地产和地方政府融资的政策调控力度，收紧了融资渠道，导致地方政府偿债能力有所下降，部分地区的房地产销售遭到严格调控，因此对部分信政合作项目和房地产信托项目产生一定的流动性影响；同时，在金融去杠杆的影响下，银行抽贷断贷导致企业融资环境恶化，流动性紧张，致使信托产品违约风险有所上升；此外，由于部分信托产品以债券作为基础资产，债券市场违约事件频发亦对信托产品的信用风险造成较大冲击。整体看，2018 年以来，信托行业风险资产规模明显增长，信托业务不良率有所上升，但与其他行业相比仍处于较低水平。截至 2019 年末，信托行业风险资产规模为 5,770.47 亿元，同比大幅增长 159.71%；风险项目 1,547 个，较上年末增长 675 个。

**近年来，资本实力的提升和杠杆水平的上升使得信托公司固有资产规模持续增长；由于负债渠道较为有限，整体财务杠杆处于较低水平。**

固有资产规模是信托公司综合实力的重要体现之一。信托公司自有资金主要支持资本市场投资、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 2019 年末，信托行业固有资产规模为 7,677.12 亿元，较上年末增长 6.73%；其中，信托公司货币类资产、贷款和投资类资产分别占固有资产总额的 7.90%、5.90% 和 78.80%，投资类资产的投资品种主要包括信托产品投资、股权投资、基金和资产管理计划等。

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。从净资产的构成来看，得益于信托公司的增资扩股，信托行业的实收资本呈稳步上升趋势，占净资产的比重保持在 40% 以上，信托公司的资本实力不断提升，为信托业务的稳健发展提供了较好的基础。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，近年来信托赔偿准备规模不断扩大，占实收资本的比重持续提升，行业的风险

防范能力逐步提高。截至 2019 年末，信托行业实收资本总额为 2,842.40 亿元，较上年末增长 2.60%，占净资产的 45.00%；信托行业信托赔偿准备金 291.24 亿元，较上年末增长 11.71%，占净资产的 4.61%。

从杠杆水平来看，信托公司主动提升负债水平以支持固有业务发展和满足流动性管理需要，但负债渠道较为有限，整体财务杠杆处于较低水平，风险可控。信托公司通过向金融同业机构和信托业保障基金公司借入资金主动提升负债水平，在支持固有业务发展的同时，满足流动性管理需要。2018 年以来，货币市场流动性偏紧，同业机构资金渠道受限，信托公司项目发行难度不断加大，固有资金在投资信托产品、支持信托业务发展方面发挥了较大作用，同时也占用了一部分流动性；然而从整体行业来看，信托行业的固有资产负债率仍处于较低水平。

### （3）行业政策与监管

**信托业风险的监管规则将愈发完善，随着 2017 年以来各监管部门联合对资管机构加强整顿监管、压缩通道业务，信托业回归本源与加强主动管理将成为主基调。**

2015 年 5 月，银监会代国务院起草了《信托公司条例（征求意见稿）》（以下简称“《条例》”）。《条例》的出台融合了近两年银监会提出的“八项机制”，将完善信托配套制度、分类经营机制，明确信托公司股东责任和信托行业稳定机制；同时对信托公司终止、重组安排、新受托人接收等方面做出严格规定；另外，首次明确了分类经营的具体标准以及相对应的业务范畴。

2016 年，监管层相继出台《关于进一步加强信托公司风险监管工作的意见》、《银行业金融机构全面风险管理指引》，从强调实质风险化解、引导配资业务、加大非标资金池清理力度、强化资本管理等方面明确提出信托公司要严守风险底线，促进行业稳健发展。其次，信托行业评级体系和信托监管评级体系分别建立，信托公司风险控制、资产质量、合规经营全面纳入监管体系。最后，中国信托登记有限责任公司的成立使信托业“一体三翼”监管框架建成，信托产品统一的交易、流转平台的出现将极大促进行业健康发展。

2017 年 11 月，中国人民银行会同银监会、证监会、保监会等部门起草了《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见（征求意见稿）》（以下简称《指导意见》），针对我国金融机构资产管理业务快速发展过程中的发展不规范、监管套利、产品多层嵌套、刚性兑付、规避金融监管和宏观调控等问题，提出了统一、明确的监管要求。

2017 年 12 月，中国信托业协会向各信托公司发出通知，要求就《信托公司受托责任尽职指引》进行投票表决，有望正式出台。《指引》旨在明确信托公司开展信托业务受托责任尽职要求，达到约束受托人和委托人“卖者尽责、买者自负”的目的，制度的建立有望建立打破刚兑的自律制度基础，有利于重塑行业委托人和受托人之间的良好的信任机制与文化，长期而言支持信托业的转型发展与主动管理能力提升。

2018 年 4 月，银行间市场交易商协会发布《关于意向承销类会员（信托公司类）参与承销业务市场评价结果的公告》，包括华润信托在内的 6 家信托公司获得银行间市场债券承销业务资格，实现了信托参与银行间市场债券承销业务的破冰，对于信托行业开拓业务空间，实现转型发展具有战略意义。

2018 年 4 月，由人民银行、银保监会、证监会及外汇管理局联合发布的《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》（以下简称“资管新规”）正式落地。

2018 年 8 月，银保监会下发了《信托部关于加强规范资产管理业务过渡期内信托监管工作的通知》（信托 37 号文）（以下简称“通知”），对信托行业实施资管新规的细则进行了明确。具体来看，“通知”明确了资管新规主要适用于资金信托，公益（慈善）信托、家族信托等信托本源业务不属于资产管理产品的范畴；对于事务管理类信托业务实施区别对待，强调严控为委托人监管套利、违

违法违规提供便利的事务管理类业务的同时，支持符合监管要求、资金投向实体经济的事务管理类信托业务，并强调资管产品嵌套情况下，受托人需对其进行主动管理，对严控通道业务的态度有一定缓和；制定了过渡期的整改计划，为接续存量产品所投资的未到期资产，信托公司可以发行存量产品对接以减缓流动性压力。

#### （4）未来发展

**未来信托业将进一步优化资产规模结构，提升主动管理水平，推进财富管理水平持续提升。**

未来信托公司将更加紧密地贴近实体经济需求开展业务，信托业将进一步优化资产规模结构，提升主动管理水平，提高信托资产规模的快速增长对行业收入和利润的带动作用，增强行业发展质效。

一是大力推进新兴产业投融资业务，信托公司未来将更加贴近十九大报告中提出的“提高供给体系质量”的新兴领域的投融资机会，在中高端消费、创新引领、绿色低碳、共享经济、现代供应链等领域培育新增长点、形成新动能。

二是继续推进基础设施建设投融资业务，转变传统政府平台融资业务模式，积极推进 PPP、基础设施投资信托、基建资产证券化等业务。

三是积极支持房地产租赁市场，从传统的房地产开发投融资业务逐步转向 REITs、租赁资产证券化等存量房地产业务。

此外，信托公司围绕新时代下社会主要矛盾的转换，进一步加大金融服务创新力度，推进财富管理水平持续提升：通过进一步提升客户服务能力，坚持以客户为中心，满足不同财产规模、不同风险偏好客户的财富管理需求；继续大力推进资产管理业务，拓宽资产配置领域，不断丰富信托公司产品线，满足客户多样化、特色化、个性化的需求；从资金端和消费端入手，创新模式搭建渠道，在财富管理的基础上促进消费信托等特色业务发展，形成财富管理和其他业务之间的良性互动。

## 四、基础素质分析

**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，资本实力较强，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。近年来，受万向体系板块间的产业调整和业务整合影响，公司转出了其实业投资板块，逐步聚焦“金融+科技”领域。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 6 月末，公司合并资产总额 1,383.66 亿元，所有者权益合计 216.86 亿元，归属于母公司所有者权益合计 90.92 亿元。

民生人寿是公司保险行业的运营主体。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。2017—2019 年，民生人寿原保险保费收入排名<sup>1</sup>行业内第 32 位、第 30 位和第 33 位，处于行业中上水平。截至 2019 年末，民生人寿合并资产总额 1,128.54 亿元，占公司合并资产总额的比重达 83.18%，是公司资产最主要的组成板块。2019 年，民生人寿实现净利润 18.71 亿元，占公司当年合并净利润的比重达 80.96%。

通联支付网络服务股份有限公司（以下简称“通联支付”）是公司第三方支付行业的运营主体。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 2019 年末，通联支付向超过千万商户和个人会员提供了各类支付服务和综合金融服务。2019 年，通

<sup>1</sup> 寿险原保费收入排名取自 Wind。

联支付处理支付交易额超过 7 万亿元。截至 2020 年 6 月末，通联支付与保险行业近 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 120 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。

万向信托股份公司是公司信托行业的运营主体。万向信托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 2019 年末，万向信托管理资产规模 1,337.99 亿元。2017—2019 年，万向信托管理资产规模排名行业内第 43 位、第 48 位和第 49 位，处于行业中下游水平。2019 年，万向信托实现净利润 6.98 亿元，占公司当年合并净利润的比重达 30.20%。

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。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，打造国际一流的、具有革命意义的金融服务平台。目前，通联数据已搭建起了较为完善的产品结构，但仍处于培育阶段。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。公司区块链业务同样处于早期阶段。

**公司管理层行业及管理经验丰富，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6月末，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；公司高级管理人员1人，系公司副总裁。

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，中国万向控股有限公司董事长，万向三农集团有限公司董事长，民生人寿保险股份有限公司董事长。

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月起任中国万向控股公司副董事长，现任中国万向控股有限公司副董事长兼执行董事。

公司副总裁冯立民，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年至今在中国万向控股有限公司工作，2007年3月至今任中国万向控股有限公司副总裁。

截至2020年6月末，公司合并口径职工人数18,214人，其中具有研究生及以上学历的人数2,243人，占比12.31%，具有本科学历的人数7,351人，占比40.36%；公司本部职工人数共87人，其中研究生及以上学历20人，占比22.99%，本科学历50人，占比57.47%。

## 五、公司治理

**公司作为大型民营金融投资运营平台，建立了相应的法人治理结构，整体运行情况较好。**

公司是大型民营金融投资运营平台。公司经营决策体系由股东会、董事会、监事和公司高级管理人员构成，各管理人员能够按照公司章程和规则、规定赋予的职权，依法独立规范运作，履行各自的权利和义务。公司股东会由全体股东组成，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，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。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。

公司目前拥有高级管理人员1人，为公司副总裁，负责公司本部财务和各子公司战略投资及经营管理，公司目前未设置总经理。

**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。**

鉴于所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。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。公司总部下设服务管理部、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）。

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本公司财务制度。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。

投资管理方面，公司制定了《投资管理制度》，每季度召开战略分析会，加强子公司与公司本部的互动，明确了短期投资成本和损益确认以及长期股权投资核算、对外投资批准权属董事会或其授权人，由董事长领导战略发展部、财务管理部控制实施。对已经投资项目或正在实施的项目，采取系统网络管理，对各投资企业生产、经营、管理进行全方位监督，保证投资项目正常运行。

融资管理方面，公司制定了《融资管理办法》，对各子公司的所有债务性融资实行统筹管理，由各子公司财务部制定年度融资预算并报送本部财务部审核，财务部确定最终融资计划后编制年度融资预算，形成融资议案报董事会审议。

子公司管理方面，公司依据《公司法》、子公司章程以及《财务管理制度》的规定，对子公司的经营管理活动进行规范。通过委派财务、人事等方向上高级管理人员等加强对子公司的管控。对于项目投资、开拓新业务、对外股权投资和合作需要进行前置审批。各子公司的重大事项须上报公司总部，同时，公司在财务审计、管理审计、效能监察、人员考核等方面建立了较为完善的薪酬管理制度和激励约束机制，根据考核结果实施奖惩。

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》《生产组织管理制度》《质量管理制度》《销售管理制度》和《安全环保管理制度》等。

## 六、经营分析

### 1. 经营概况

公司营业总收入持续增长，其保险业务、互联网金融服务业务和信托、期货及租赁业务是公司收入的主要来源；利润规模持续增长，主要由保险业务和信托、期货及租赁业务贡献。

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，净利润主要由保险业务和信托业务贡献。受万向体系板块间的产业调整和业务整合影响。2018年，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（以下简称“普星聚能”）的股权（持股比例为57.14%）全部转让给万向集团公司。2017—2018年，公司将其持有的矿产业务经营主体新疆硝石钾肥公司、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，至2019年，公司实业板块运营主体已全部转出。

表3 公司营业总收入构成情况表（单位：亿元、%）

项目	2017年		2018年		2019年		2020年1—6月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
营业收入	47.20	22.56	45.99	20.84	52.60	21.31	38.42	25.48
利息收入	0.18	0.09	0.24	0.11	0.30	0.12	0.08	0.06
已赚保费	110.02	52.59	114.14	51.72	121.53	49.24	70.47	46.74
手续费及佣金收入	8.54	4.08	8.21	3.72	12.83	5.20	6.68	4.43
公允价值变动收益	6.75	3.22	-4.22	-1.91	8.44	3.42	10.68	7.08
投资收益	36.53	17.46	56.34	25.53	51.11	20.71	24.43	16.20
<b>营业总收入</b>	<b>209.22</b>	<b>100.00</b>	<b>220.69</b>	<b>100.00</b>	<b>246.82</b>	<b>100.00</b>	<b>150.75</b>	<b>100.00</b>

资料来源：公司提供

2017—2019年，公司营业总收入逐年增长，年均复合增长8.61%。2019年，公司实现营业总收入246.82亿元，同比增长11.84%。从营业总收入构成来看，公司营业总收入主要由已赚保费、营业收入、投资收益和手续费及佣金收入构成。其中，已赚保费是公司营业总收入最主要的来源，近三年占比分别为52.59%、51.72%和49.24%，已赚保费主要来自公司保险业务。此外，投资收益和营业收入也是公司营业总收入的重要来源，2017—2019年，公司投资收益占营业总收入的比重分别为17.46%、25.53%和20.71%，公司营业收入占营业总收入的比重分别为22.56%、20.84%和21.31%。其中，公司

投资收益主要来自保险业务，营业收入主要来自互联网金融服务业务。考虑到公司投资收益及公允价值变动收益易受宏观经济环境、所投企业经营状况等因素影响，公司面临一定投资收益波动风险。2017—2019年，公司净利润逐年增长，年均复合增长40.45%。2019年，公司实现净利润23.11亿元，同比大幅增长93.57%，主要系公司持有的交易性金融资产公允价值变动取得正收益所致。

表4 公司营业总收入业务构成情况表（单位：亿元、%）

项目	2017年		2018年		2019年		2020年1—6月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
保险业务收入	147.81	70.65	145.86	66.09	178.87	72.47	104.61	69.39
互联网金融服务业务	31.24	14.93	35.92	16.28	43.83	19.86	35.72	23.69
信托、期货及租赁业务	11.44	5.47	11.52	5.22	15.57	7.06	7.91	5.25
清洁能源业务	5.7	2.72	2.87	1.30	--	--	--	--
矿产业务	2.75	1.31	--	--	--	--	--	--
其他业务	10.28	4.91	24.5	11.10	8.55	3.87	2.51	1.67
<b>营业总收入</b>	<b>209.22</b>	<b>100.00</b>	<b>220.69</b>	<b>100.00</b>	<b>246.82</b>	<b>100.00</b>	<b>150.75</b>	<b>100.00</b>

注：互联网金融服务业务包括第三方支付、金融数据服务和区块链技术等板块

资料来源：公司提供

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维持在5%以上。2017—2019年，公司保险业务收入规模波动上升，年均复合增长10.01%。2019年，公司保险业务实现收入178.87亿元，同比增长22.63%，主要系民生人寿已赚保费、投资收益及公允价值变动损益均同比增长所致。2017—2019年，公司互联网金融服务业务收入持续上升，年均复合增长18.45%。2019年，公司互联网金融服务业务实现收入43.83亿元，同比增长22.02%，主要系通联支付传统支付业务及创新支付业务收入均增长所致。2017—2019年，公司信托、期货及租赁业务收入持续上升，年均复合增长16.66%。2019年，公司信托、期货及租赁业务实现收入15.57亿元，较上年增长35.16%。2017—2018年，公司清洁能源业务收入有所下降。2018年，公司清洁能源业务实现收入2.87亿元，同比大幅下降49.65%。2019年，公司转出清洁能源业务后，无该项收入。2018年，公司向万向三农集团有限公司转出了矿产业务运营主体，无矿产业务收入。公司其他收入主要系万向控股本部及民生人寿下属子公司收入。

2020年1—6月，公司实现营业总收入150.75亿元，同比增长13.48%，其中已赚保费为70.47亿元，同比增长4.69%。从业务构成来看，公司营业总收入仍主要由保险业务收入、互联网金融服务业务和信托、期货及租赁业务构成，占比分别为69.39%、23.69%和5.25%。2020年上半年，公司实现净利润16.04亿元，同比下滑10.89%，主要系公司保险合同准备金计提规模增长所致。

## 2. 保险业务

### （1）业务概况

民生人寿主营保险业务及投资业务，营业收入主要来源于已赚保费和投资收益；2017—2019年，民生人寿营业收入及净利润规模均呈波动上升态势。

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2019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2019年末，民生人寿合并资产总额1,128.54亿元，负债总额984.60亿元，所有者权益合计143.94亿元。

民生人寿主营保险业务及投资业务，其中保险业务主要包括分红型寿险、传统型寿险和健康险等业务。民生人寿根据行业发展趋势和渠道营销特点，结合自身发展战略目标，实施差异化的产品策略。民生人寿坚持以价值率高的个人代理渠道为核心开拓保险业务，并逐步收缩银行邮政代理渠道和团险渠道等业务。个险渠道方面，截至2020年6月末，民生人寿已开立分公司25家，服务网点666个，初步建立起覆盖全国的机构服务网络。同时，民生人寿注重个险渠道营销队伍建设，借助区块链等技术提升营销队伍销售技能及服务效率。此外，随着互联网技术的成熟以及互联网金融的发展，民生人寿逐步构建网络销售渠道，以拓宽客户营销领域，开拓保费收入新来源。团险渠道方面，民生人寿团险渠道主要在服务好现有政府机关、企业、事业单位和社会团体等机构客户的基础上，做好公司内部互联网销售平台（如官网、官微、短险平台等）及第三方系统平台上线推广工作。2017—2019年，民生人寿原保险保费收入排名<sup>2</sup>行业内第32位、第30位和第33位，处于行业中上水平。

民生人寿营业收入主要来源于已赚保费和投资收益。2017—2019年，民生人寿营业收入波动上升，年均复合增长10.03%。2019年，民生人寿实现营业收入186.70亿元，同比增长23.03%；实现净利润18.71亿元，同比增加13.56亿元，主要系民生人寿已赚保费、投资收益及公允价值变动损益均同比增长所致。2020年1—6月，民生人寿合并口径实现营业收入106.84亿元。同期，民生人寿实现净利润14.19亿元。

表5 民生人寿营业收入构成情况表（单位：亿元、%）

项目	2017年		2018年		2019年		2020年1—6月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
营业收入	154.22	100.00	151.75	100.00	186.70	100.00	106.84	100.00
其中：已赚保费	110.02	71.34	114.14	75.22	121.53	65.09	70.47	65.96
投资收益	32.38	21.00	36.07	23.77	49.60	26.56	23.49	21.99

资料来源：公司提供

## （2）保险业务

民生人寿保险业务收入持续上升态势，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，整体结构均衡且稳定。近年来，民生人寿保险赔付率呈波动下降态势，退保率呈波动上升态势，整体保险业务发展良好。

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。2017—2019年，民生人寿保险业务收入呈持续上升态势，年均复合增长5.41%。2017—2019年，民生人寿分红型寿险收入持续下降，年均复合下降3.73%。2019年，民生人寿分红型寿险收入54.47亿元，同比下降6.48%，占营业收入比重下降至44.16%。2017—2019年，民生人寿传统型寿险收入持续增长，年均复合增长14.82%。2019年，民生人寿传统型寿险收入38.92亿元，同比增长28.66%，占营业收入比重上升至31.56%。2017—2019年，民生人寿健康险收入持续增长，年均复合增长14.71%。2019年，民生人寿健康险收入29.42亿元，同比增长12.12%，占营业收入比重上升至23.85%。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。此外，受监管叫停万能险<sup>3</sup>业务影响，民生人寿退出万能险品种，账户逐步进入退保周期。

2020年1—6月，民生人寿分红型寿险收入29.35亿元，占保险业务收入比重为41.05%，较上

<sup>2</sup> 寿险原保费收入排名取自 Wind。

<sup>3</sup> 公司万能险的保费不计入到保险业务收入中，故表7中无相关数据。

年下降 3.11 个百分点；传统型寿险收入 24.88 亿元，占保险业务收入比重为 34.81%，较上年上升 3.25 个百分点；健康险收入 16.91 亿元，占保险业务收入比重为 23.65%，较上年变化不大。

表 6 民生人寿保险业务总收入情况表（单位：亿元、%）

项目	2017 年		2018 年		2019 年		2020 年 1—6 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
分红型寿险	58.77	52.95	58.24	50.57	54.47	44.16	29.35	41.05
传统型寿险	29.52	26.6	30.25	26.26	38.92	31.56	24.88	34.81
健康险	22.36	20.14	26.24	22.78	29.42	23.85	16.91	23.65
意外险	0.34	0.31	0.44	0.38	0.52	0.43	0.35	0.49
寿险附加万能险	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>保险业务收入合计</b>	<b>110.99</b>	<b>100.00</b>	<b>115.18</b>	<b>100.00</b>	<b>123.33</b>	<b>110.99</b>	<b>71.49</b>	<b>100.00</b>

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

资料来源：公司提供

从保险赔付情况来看，2017—2019 年，民生人寿赔付率分别为 6.71%、4.02%和 3.61%，呈持续下降态势。从保险退保情况来看，2017—2019 年，民生人寿退保率分别为 3.39%、6.04%和 5.74%，呈波动上升态势，主要系民生人寿退出万能险品种，账户逐步进入退保周期，使得 2018 年退保金规模及退保率有所上升。2017—2019 年，民生人寿提取保险合同准备金净额分别为 43.12 亿元、35.67 亿元和 69.07 亿元，年均复合增长 26.57%。2020 年 1—6 月，民生人寿赔付率和退保率分别为 2.09%和 4.22%；同期，民生人寿提取保险合同准备金净额为 47.58 亿元。

### （3）投资业务

民生人寿投资资产组合主要由债券、定期存款、应收款项投资、股票、信托理财及资管产品和货币资金构成，其中债券持仓占比最大；同时，联合评级也关注到，民生人寿投资资产组合中有债券及不动产债权投资计划投资发生风险事件，未来回收情况仍需关注，且投资业务受市场波动影响较大、存在一定的波动性。

民生人寿主要将资金委托给其全资子公司民生通惠资产管理有限公司（以下简称“通惠资管”）来开展投资业务。民生人寿在总部层面上建立了由科技与投资管理委员会及战略投资部等构成的投资决策体系，并制定了《投资管理办法》和《委托投资管理办法》，以强化对投资资金运用的控制；同时，在子公司层面上，通惠资管建立了前、中、后台分立的投资业务组织架构，并不断加强内部信用评级体系建设，强化对投资交易对手资信管理。

2017—2019 年末，民生人寿投资资产组合持续增长，年均复合增长 7.30%。截至 2019 年末，民生人寿投资资产组合 707.73 亿元，较上年末增长 8.76%，主要系投资资产组合中股票、信托理财及资管产品和应收款项投资规模增长所致。从投资资产组合结构来看，民生人寿投资资产组合日趋多元化。近年来，民生人寿债券持仓占比最大，但呈持续下降态势，证券投资基金持仓占比亦呈持续下降态势，货币资金、股票和定期存款持仓占比波动上升，应收款项投资占比持续增长。截至 2019 年末，民生人寿投资资产组合主要由债券（占比 63.03%）、定期存款（占比 13.71%）、应收款项投资（占比 13.08%）、股票（占比 9.71%）、信托理财及资管产品（占比 8.14%）和货币资金（占比 5.56%）构成。截至 2019 年末，民生人寿投资资产组合中，定期存款期限集中于 3 年至 5 年（含）；买入返售金融资产标的物主要为企业债；债券主要为政策性金融债和 AAA 级企业债，其余债券外部评级主要集中在 AA+及以上。2017—2019 年，民生人寿投资资产组合收益率分别为 4.97%、3.12%和 7.74%，

呈波动上升态势。

截至2020年6月末，民生人寿投资资产组合920.22亿元，较上年末增长30.02%，主要系债券、信托理财及资管产品和股票持仓规模增长所致。截至2020年6月末，民生人寿投资资产组合主要由债券、信托理财及资管产品、股票、应收款项投资和定期存款构成，结构较上年末有所变化。

截至2020年6月末，民生人寿投资资产组合中涉及违约金额的本金为2.5亿元，系15中信国安MTN04、14中信国安MTN02和中意-北大方正集团贵阳商业不动产债权投资计划，考虑到中信国安及北大方正集团目前面临较大债务问题，后续资产处置和回收情况需保持关注。

表7 民生人寿投资资产组合情况表（单位：亿元、%）

项目	2017年		2018年		2019年		2020年1-6月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	11.89	1.93	11.84	1.82	39.33	5.56	11.21	1.22
定期存款	3.00	0.49	127.90	19.66	97.00	13.71	46.00	5.00
债券	486.65	79.16	456.29	70.12	446.08	63.03	485.53	52.76
股票	56.61	9.21	36.10	5.55	68.72	9.71	94.68	10.29
证券投资基金	45.76	7.44	36.53	5.61	34.95	4.94	35.22	3.83
信托理财及资管产品	6.90	1.12	14.52	2.23	57.59	8.14	244.49	26.57
股权	1.66	0.27	2.66	0.41	3.19	0.45	5.84	0.63
种子基金	--	--	--	--	1.00	0.14	1.00	0.11
不动产投资	4.47	0.73	4.35	0.67	4.23	0.60	3.85	0.42
应收款项投资	39.72	6.46	47.35	7.28	92.56	13.08	89.88	9.77
<b>小计</b>	<b>656.65</b>	<b>106.81</b>	<b>737.54</b>	<b>113.34</b>	<b>844.65</b>	<b>119.35</b>	<b>1017.69</b>	<b>110.59</b>
买入返售金融资产	123.11	20.03	130.23	20.01	49.30	6.97	31.49	3.42
卖出回购金融资产款	-165.00	-26.84	-217.06	-33.36	-186.22	-26.31	-128.96	-14.01
<b>合计</b>	<b>614.76</b>	<b>100.00</b>	<b>650.70</b>	<b>100.00</b>	<b>707.73</b>	<b>100.00</b>	<b>920.22</b>	<b>100.00</b>

资料来源：公司提供

#### （4）风险管理分析

民生人寿建立了较为完善的风险控制流程，其风险控制手段覆盖公司业务全流程。近年来，民生人寿人身险公司法人机构经营评价有所下降，有待提升。

2017—2019年，民生人寿人身险公司法人机构经营评级结果分别为A级、B级和B级，评价结果有所下滑。民生人寿根据《保险公司偿付能力监管规则（1—17号）》及章程等相关规章制度，结合自身实际情况，依托偿二代全面风险管理能力建设项目，建设以风险偏好体系、七大类专项风险日常管理、偿付能力风险应急机制、风险管理工具运用、风险管理绩效考核和培训等风险管理模块为核心的风控体系，组建了董事会负最终责任、高级管理层直接领导、风险管理职能部门牵头、各职能部门共同参与的风险管理组织体系。民生人寿不断建立健全全面风险管理体系，持续防范经营管理风险，将经营活动中的各类风险控制在与自身经营目标相适应的可接受的范围内。民生人寿持续加强风险管理流程和制度的建设与改进，构建多层级的制度体系，建立风险管理工具并投入使用；不断优化风险管理技术和信息系统，通过风控线上作业、指标监控与预警、数据信息归档的系统化实施，强化风险管理综合运营能力。民生人寿面临的风险包括保险风险、投资风险和流动性风险。

#### 保险风险

民生人寿面临的保险风险是指由于死亡率、疾病率、赔付率、退保率、继续率等精算假设的实际经验与预期发生偏离而造成损失的风险。民生人寿制定了涵盖各项保险业务及相关风险的四级管

理制度体系，涉及产品开发、核保、理赔、在售产品管理、准备金评估、再保险管理等多个环节，明确了各个环节岗位责任和权限，定期计量和监测保险风险。民生人寿通过对现有业务进行不同风险因素的情景分析和压力测试，结合行业经验数据，评估保险产品的承保风险，并适时采取相应的风险应对策略。

民生人寿面对保险风险的应对策略主要来自于两方面，一方面是合理定价，建立有效的产品开发管理制度，在经验分析和合理预期的基础上，科学设定精算假设，综合考虑市场竞争因素以提升定价合理性；另一方面是加强核保核赔管控，建立有效的核保管理制度以及核赔管理制度，前端加强核保的管控，降低逆向选择风险，后端加强理赔管控，控制道德风险，降低公司赔付。

### 投资风险

民生人寿面临的投资风险是指为了防范化解在投资决策、投资运营等环节可能出现的各类风险。民生人寿制定并完善了《资产配置管理规定》《信用风险管理规定》和《市场风险管理规定》等制度，不断建立完善投资风险管理组织架构和制度体系，采用专门投资风险管理技术和方法对投资风险进行评估。民生人寿组建了由董事会、审计与风控委员会和首席工作会构成的风险管理决策体系，战略投资部是投资风险管理的具体执行部门，负责定期开展市场风险、信用风险监测，撰写风险管理报告，建立风险监测和分析模型，不断提高投资业务的风险管理水平，保障投资管理业务经营目标的实现。

信用风险是公司的债务人或交易对手到期未能支付本金或利息而引起经济损失的风险。民生人寿针对重点风险行业、区域、交易对手，做好信用风险监测与识别，开展信用风险压力测试和集中度分析，在不同情景下对信用风险状况和集中度进行分析，并提出防范风险指导意见；通过及时更新信用风险交易对手库，加强对交易对手违约风险的动态监控，重点关注财务状况、偿债能力状况、担保及抵押情况及内外部评级状况等指标。

市场风险是指由于利率、权益价格、房地产价格、汇率等不利变动，导致遭受非预期损失的风险。民生人寿持续研究宏观经济、外部政策及股票市场环境，运用有效技术手段高频率监测市场风险关键指标，适时调整资产配置及投资指引，同时借助委托投资管理人的投资研究能力和风险管控能力，加强市场风险防范。

价格风险是指因投资价格的不稳定性而造成对当期损益的影响。民生人寿面临市场价格风险主要为交易性金融资产和可供出售金融资产中的上市公司股票及股票型基金所面临的价格变动风险。近年来，民生人寿对股票和股票型基金的持仓规模呈下降趋势，整体规模和与投资资产中的比例不高。

利率风险是指金融工具的公允价值或未来现金流量因利率变动而发生波动的风险。民生人寿面临的利率风险主要包括以公允价值计量的各类债券投资资产。民生人寿采用敏感性分析方法衡量利率变动对相关资产市值产生的影响。

### 流动性风险

民生人寿面临的流动性风险是指无法及时获得充足资金或无法及时以合理成本获得充足资金，以支付到期债务或履行其他支付义务的风险。民生人寿面临的流动性风险主要来源于三个方面：一是退保及赔付支出大幅高于预期；二是保费收入大幅低于预期；三是固定收益类资产违约导致资产流入大幅减少。

由于民生人寿业务结构逐步向中长期期缴业务过度，保费收入中个险渠道占比较高，受市场环

境变化及突发事件影响较小。近年来，随着监管政策趋严及业务发展战略调整，民生人寿面临新业务保费下降及集中退保风险有所增加，根据公司产品结构测算，万能险预计将出现两次大规模退保，对民生人寿的流动性带来一定压力。为此，民生人寿通过三方面加强流动性管理：一是对保险业务收入的管理，提升业务品质，在提高新单投产比的同时，重点发展续期业务，提高继续率；二是对保险业务支出的管理，在合理范围内严控退保及理赔支出，降低保险业务相关支出；三是日常管理严格控制经营费用，包括人力成本、房屋租赁等开支，并加强投资收益等现金流入。

#### （5）偿付能力分析

**2017—2019 年末，民生人寿认可资产余额持续增长，认可资产负债率有所波动，核心偿付能力及综合偿付能力持续下降，但仍保持充足。**

2017—2019 年末，民生人寿投资资产持续增长，使得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。2017—2019 年末，民生人寿认可资产余额持续增长，三年末分别为 856.04 亿元、995.88 亿元和 1,062.40 亿元。2017—2019 年末，民生人寿认可资产负债率有所波动，三年末分别为 76%、77%和 76%。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。受业务不断发展影响，最低资本规模持续上升，核心偿付能力及综合偿付能力持续下降，但仍保持充足。2017—2019 年末，民生人寿核心偿付能力充足率分别为 303%、284%和 275%，综合偿付能力充足率分别为 356%、326%和 295%。

### 3. 第三方支付业务

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 2019 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 2019 年末，通联支付合并资产总额 161.89 亿元，负债总额 134.51 亿元，所有者权益合计 27.37 亿元。2019 年，通联支付实现营业收入 43.26 亿元，实现净利润 1.38 亿元。2020 年 1—6 月，通联支付实现营业收入 35.34 亿元，实现净利润 0.69 亿元。

**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 2020 年 6 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，1,800 多个县域服务点，服务商户 87 万户，公司拥有 387 万商户，其中，收单（含扫码）商户 351 万；账户支付和网关商户 8 万户，专业化服务商户 28 万户；POS 机数量为 196 万台。截至 2020 年 6 月末，通联支付与保险行业近 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 120 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；与证券行业机构广泛合作，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，2017—2019 年，支付业务收入占通联支付收入比重均在 75%以上，主营业务突出。近年来，通联支付营业收入持续增长，2017—2019 年，年均复合增长 18.15%。2019 年，通联支付实现营业收入 43.26 亿元，同比增长 21.56%，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，2017—2019年，通联支付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，2017—2019年，传统支付业务收入占通联支付营业收入比重由60.58%下降至40.11%。2017—2019年，创新支付业务收入占通联支付营业收入比重由20.14%提升至38.67%，占比持续提升。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。2017—2019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。

2020年1—6月，通联支付实现营业收入31.07亿元，同比增长33.09%，实现净利润0.69亿元，同比增长220.96%，主要系2020年上半年通联支付控制销售费用及管理费用所致。从构成来看，2020年1—6月，通联支付传统及创新支付业务收入占比有所下降，新增代收发卡行服务费收入大幅增长，收入结构有所变化。

表8 通联支付合并收入构成情况表（单位：亿元、%）

项目		2017年		2018年		2019年		2020年1—6月	
		金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
传统支付业务	商户服务	18.77	60.58	15.08	42.36	17.35	40.11	9.43	26.68
创新支付业务	行业服务	--	--	3.66	10.29	5.26	12.16	2.16	6.11
	银行服务	1.06	3.42	2.40	6.74	--	--	--	--
	普惠金融服务	2.43	7.85	2.76	7.75	--	--	--	--
	保险服务	1.82	5.87	2.52	7.09	2.49	5.76	1.28	3.62
	金融服务	0.81	2.62	0.92	2.58	1.94	4.48	1.32	3.74
	个人服务	0.12	0.38	0.12	0.33	7.04	16.27	4.05	11.46
代收发卡行服务费		--	--	--	--	--	--	13.86	39.22
其他		1.28	4.12	1.20	3.38	0.85	1.96	--	--
<b>母公司合计</b>		<b>26.29</b>	<b>84.84</b>	<b>28.66</b>	<b>80.54</b>	<b>34.93</b>	<b>80.74</b>	<b>32.10</b>	<b>90.83</b>
子公司业务	通商保理	2.21	7.12	1.66	4.67	1.03	2.38	0.28	0.79
	其他业务	2.49	8.04	5.26	14.79	7.30	16.87	2.96	8.38
<b>合计</b>		<b>30.99</b>	<b>100.00</b>	<b>35.59</b>	<b>100.00</b>	<b>43.26</b>	<b>100.00</b>	<b>35.34</b>	<b>100.00</b>

资料来源：公司提供

### 通联支付建立了适应其发展阶段的风险控制体系，但其风险管理能力仍有待提高。

通联支付所处第三方支付行业，在商户风险管理、高风险交易风险及反洗钱等方面面临较大风险，通联支付制定了具体的风险管理办法，包括《互联网支付业务管理办法》《备付金管理办法》《通联钱包风险管理业务规范》《通联支付反洗钱和反恐怖融资内控制度》《通联支付高风险交易管理制度》《通联支付收单商户风险评级标准及管理办法》和《通联支付业务风险准备金管理办法》等，涵盖了商户风险等级管理、商户风险审查、商户的日常交易监测、对特约商户的风险指标监控等多个方面。

商户风险管理方面，通联支付对商户资质和行业准入设定要求，对行业分为禁止发展（如大宗、贵金属类投资平台等）、谨慎发展（如直销、返利、P2P等）和鼓励重点发展（如电子政务、银行合作、电子商务等）三大类，通联支付对入网商户进行资质审查和业务审查，并基于交易金额、交易时段、差错交易、交易URL和交易IP的风险分析进行日常交易监测。通联支付按照风险特征将商户划分为A/B/C/D四类等级，根据不同风险等级分类实行差别化管理。

高风险交易管理方面，通联支付根据中国银联《银联卡业务运作规章》、《银联卡收单机构商户

风险管理规则》以及互联网支付业务的相关制度，将套现、洗单、商户涉嫌欺诈合谋、虚假交易、侧录、泄露账户信息、违规移机交易、交易 URL 地址可疑等 9 类交易列为高风险交易类型，通联支付风控系统通过对上述高风险交易进行监控拦截和事后侦测，生成风险案例并进行风险调查，视情况采取风险处置措施。

风控系统方面，通联支付建立统一风控系统，主要包含交易监测和反洗钱两大模块，覆盖全业务系统。其中，交易监测模块主要包含四大功能：客户身份识别与鉴权、风险交易监测、风险案例处理分析、黑名单库管理。此外，公司已于 2017 年 12 月启动实时风控系统的搭建，于 2018 年 9 月完成系统初步建设，该系统能建立针对新入网商户的周期预警机制以及实现交易拦截和资金结算控制的联动功能。

2016—2019 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。

#### 4. 金融科技业务

公司金融科技业务板块包括金融数据服务和区块链技术等业务。

##### (1) 金融数据服务

**通联数据已搭建起了较为完善的产品结构，但尚处于培育阶段，收入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 2019 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 2019 年末，通联数据合并资产总额 7.68 亿元，负债总额 3.41 亿元，所有者权益合计 4.26 亿元。2019 年，通联数据实现营业收入 0.48 亿元，净亏损 0.91 亿元。

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，打造国际一流的、具有革命意义的金融服务平台。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）。

##### (2) 区块链技术

**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。

境外项目方面，截至 2020 年 6 月末，该基金投资规模 0.50 亿美元，具体投资项目包括公证通（Factom）、Symbiont 和 Everledger 等。境内项目方面，2016 年 9 月，万向控股与上海分布士投资管理有限公司（以下简称“分布士资管”）分别出资 1.25 亿元和 0.25 亿元参与基于区块链技术的金融基础设施服务提供商上海矩真金融信息服务有限公司（以下简称“矩阵元”）的 A 轮融资，合计持有矩阵元 25% 的股权，为其战略投资者。矩阵元致力于探索区块链技术在金融及多个领域内的应

用,目前已产出国际领先的零知识证明区块链数据隐私保护技术、区块链硬件密钥保密方案和 BCOS 区块链底层技术平台(联合万向控股和微众银行开发)等科研成果,也为公司在区块链领域的探索提供了重要的技术资源。

此外,为了形成自主区块链技术实力,公司设立了万向区块链。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 2019 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 2019 年末,万向区块链合并资产总额 1.61 亿元,负债总额 1.31 亿元,所有者权益合计 0.30 亿元。2019 年,万向区块链实现营业收入 0.09 亿元,净亏损 0.35 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. 信托、期货及租赁业务

### (1) 信托业务

万向信托业务规模整体呈波动持续下降,主动管理型信托规模持续增长;风险控制指标均符合监管标准。同时联合评级也关注到,万向信托信托资产及固有业务投资投向相对集中,需关注行业波动可能带来的风险,且投资业务受市场波动影响较大、存在一定的不稳定性。

#### 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 2019 年末,万向信托股本 13.39 亿元,公司直接持股比例为 76.50%。截至 2019 年末,万向信托合并资产总额 43.70 亿元,负债总额 7.33 亿元,所有者权益合计 36.37 亿元。2019 年,万向信托实现营业收入 14.15 亿元,净利润 6.98 亿元。

万向信托主营信托业务和固有业务,其中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,信托财产的运用方式主要有贷款和投资;固有业务主要是投资于信托产品、货币资产和贷款及应收款。2017—2019 年,万向信托行业评级分别为 B 类、A 类和 B 类。

2017—2019 年,万向信托营业收入呈波动上升态势,年均复合增长 16.13%。2019 年,万向信托实现营业收入 14.15 亿元,同比增长 38.93%,主要系受主动管理项目增加影响,万向信托手续费及佣金净收入大幅上升所致。收入构成上,万向信托营业收入主要由手续费及佣金净收入和投资收益构成。2019 年,手续费及佣金净收入和投资收益占比分别为 90.45%和 9.08%。

2020 年 1—6 月,万向信托实现营业收入 7.45 亿元,同比增长 14.62%,净利润 3.05 亿元,同比增长 6.64%。从收入构成来看,万向信托收入仍主要由手续费及佣金净收入和投资收益贡献,占比分别为 89.56%和 9.64%。

表 9 万向信托营业收入情况表(单位:亿元、%)

项目	2017 年		2018 年		2019 年		2020 年 1—6 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
手续费及佣金净收入	8.46	80.64	8.14	79.93	12.79	90.45	6.67	89.56
利息净收入	-0.07	-0.64	-0.11	-1.05	0.03	0.24	0.06	0.80

投资收益	2.01	19.17	2.09	20.51	1.28	9.08	0.72	9.64
其他	0.09	0.84	0.06	0.61	0.03	0.23	--	--
<b>合计</b>	<b>10.49</b>	<b>100.00</b>	<b>10.18</b>	<b>100.00</b>	<b>14.15</b>	<b>100.00</b>	<b>7.45</b>	<b>100.00</b>

资料来源：公司提供

### 信托业务

2017—2019年，万向信托信托规模持续下降，年均复合下降16.11%。截至2019年末，万向信托信托规模为1,337.99亿元，较上年末下降16.98%，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2019年末，万向信托主动管理型信托占比37.93%，被动管理型信托占比62.07%。2017—2019年，万向信托主动管理型信托资产占比波动上升，三年末分别为20.08%、30.69%和37.93%。从主动管理型信托资产来看，万向信托融资类信托资产规模持续增长，年均复合增长19.45%，截至2019年末为495.39亿元，较上年末增长1.82%，占主动管理型信托资产的比重为97.62%。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，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波动下降，年均复合下降26.07%，截至2019年末为830.53亿元，较上年末下降25.65%，万向信托被动管理型信托均为事务管理类信托。

表10 万向信托信托资产分布情况（单位：亿元）

项目	2017年末	2018年末	2019年末
<b>主动管理型信托资产</b>			
证券投资类	0.63	1.18	4.47
股权投资类	34.01	6.87	7.60
融资类	347.19	486.54	495.39
<b>小计</b>	<b>381.82</b>	<b>494.59</b>	<b>507.46</b>
<b>被动管理型信托资产</b>			
融资类	5.50	--	--
事务管理类	1,513.95	1,117.11	830.53
<b>小计</b>	<b>1,519.45</b>	<b>1,117.11</b>	<b>830.53</b>
<b>合计</b>	<b>1,901.27</b>	<b>1,611.69</b>	<b>1,337.99</b>

资料来源：万向信托年报

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2019年末占比分别为50.78%、18.14%、14.15%和12.20%，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托风险的提升。

### 固有业务

万向信托固有业务主要包括自有资金的投资信托产品、银行存款和发放信托贷款等。近年来，万向信托秉承谨慎稳健原则，在提高资金运用效率的同时，进一步强化业务风险防范与风险监控，确保资产的稳健增长。2017—2019年，万向信托固有业务规模分别为40.62亿元、38.86亿元和43.70亿元，呈波动增长趋势。

万向信托固有业务以可供出售金融资产为主，2019年末其占比为68.67%，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15.79%和10.11%。截至2019年末，万向信托对可供出售金融资产计提损失准备0.67亿元，计提比例一般。

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；2019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 29.77%、3.45%、31.42%和 28.11%，行业集中度较高。截至 2020 年 6 月末，公司固有业务未涉及违约事项。

表 11 截至 2019 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	6.90	15.79
贷款及应收款	4.42	10.11
可供出售金融资产	30.01	68.67
其他	2.37	5.43
<b>资产总计</b>	<b>43.70</b>	<b>100.00</b>

资料来源: 万向信托年报

### 风险管理和资本充足性

万向信托的架构体系为风险管理奠定了组织基础和制度保障，流程管理实现了对业务审批、操作的规范管理和监控，形成了分工合理、职责明确、运行顺畅、制衡有效的风险管理机制。近年来，万向信托进一步确立风控的战略核心地位，在万向信托各项业务活动和经营管理活动中贯彻和坚持风控优先的战略思想。在内部管理上，万向信托坚持贯彻“大风控、全流程”的风险管理理念，制定出台了一系列标准化的风险管理制度与工作模板，并定期开展系统性的风险制度与业务指引修订更新，持续优化风险管理流程和具体标准；在业务执行中，万向信托从项目准入、尽职调查、评审决策、法律文本、核保核签、放款审核、期间管理等各节点全程把控风险，加强风控信息化建设，不断提升万向信托风险管理效率与水平。全面风险管理体系得到了进一步的完善，为万向信托业务稳健发展提供了坚实的保障。万向信托坚持“合法合规、合理匹配收益与风险”的风险管理原则，构建全面风险管理体系。万向信托风险管理组织体系由董事会、董事会下设的风险控制与审计委员会、监事会、高级管理层、风险管理部、内控合规部、内审稽核部和各部门组成。

万向信托经营活动可能遇到的主要风险包括：信用风险、市场风险、操作风险和其它风险。

信用风险指万向信托在业务活动中由于外部交易对手不能或不愿履行合约而使固有及信托财产遭受潜在损失的可能性。万向信托信用风险压力主要体现在信托板块的融资类、投资类业务以及固有板块的贷款类业务上，截至 2019 年末，万向信托固有业务信用风险资产合计 36.64 亿元，其中正常类资产 29.90 亿元，关注类资产 3.40 亿元。

市场风险指万向信托由于利率、汇率、股票价格和经济周期等的不利变动而导致固有及信托财产发生损失的可能性。万向信托信托业务市场风险主要来自于房地产等特定领域的信托贷款业务和有价证券投资业务。万向信托固有业务市场风险主要来源于贷款等固定收益类资产。近年来，万向信托信托业务及固有业务市场风险情况正常。

操作风险指万向信托由于内部控制程序、人员、信息系统的不完善或失误及外部事件给固有及信托财产带来损失的风险。近年来，万向信托继续完善事前防范、事中控制和事后监督的内部控制机制，修订完善风险防控相关制度，明确不相兼容和相互制衡岗位职责，增强业务授权和审批管理，严格把控业务全流程的关键节点，充分发挥内部审计的事后监督检查作用，培育形成全员的风险防控文化。近年来，万向信托未发生因内部控制失效或者员工道德风险、信息系统故障、外部欺诈等原因造成的固有或信托业务损失。

万向信托面临的其他风险主要包括流动性风险、合规与法律风险和声誉风险。近年来，万向信托未发生其他风险事件。

监管处罚方面，2016—2019 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。

资本充足性方面，截至 2019 年末，万向信托净资产和净资本分别为 36.37 亿元和 32.34 亿元，分别较上年末增长 6.98 亿元和 5.57 亿元；净资本/各项业务风险之和为 152.89%，较上年末下降 10.48 个百分点；净资本/净资产为 88.90%，较上年末下降 2.17 个百分点，万向信托各项指标均符合监管标准。

## （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 2019 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一流的信息技术平台，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 2019 年末，通惠期货合并资产总额 3.55 亿元，负债总额 2.39 亿元，所有者权益合计 1.15 亿元。2019 年，通惠期货实现营业收入 0.13 亿元，净亏损 0.07 亿元。

## （3）租赁业务

**万向租赁具有一定规模，营业收入实现相对较好，利润实现情况一般。**

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 2019 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%。万向租赁致力于成为一家在多个专业领域具备专业化投融资能力的租赁综合服务供应商。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 2019 年末，万向租赁合并资产总额 13.22 亿元，负债总额 8.83 亿元，所有者权益合计 4.39 亿元。2019 年，万向租赁实现营业收入 1.09 亿元，净利润 0.31 亿元。

## 6. 清洁能源业务及矿产业务

**公司处置清洁能源和矿业板块后，业务板块向金融和金融科技领域聚集，有助于公司金融和金融科技业务的发展。**

普星聚能是公司清洁能源业务的运营主体。普星聚能成立于 2002 年 6 月。截至 2019 年末，普星聚能股本 35.00 亿元。普星聚能主要从事天然气发电、风电等清洁能源项目的建设、运营与管理。2018 年受万向体系板块间的产业调整和业务整合影响，公司将其持有普星聚能 57.14% 的股份全部转让给万向集团。目前，万向集团已按转让协议完成价格全部给付，普星聚能的经营管理已归属万向集团公司，尚未办理股权变更，待普星旗下香港上市公司获得证监会相关手续后办理变更。

公司矿产业务的运营主体包括新疆硝石钾肥公司、洛阳氟钾科技股份公司和洛阳万嵩钾业有限公司。受万向体系板块间的产业调整和业务整合影响，公司于 2017—2018 年先后将上述三家公司转让给万向三农集团有限公司。至此，公司矿业板块运营主体已全部转出。

## 7. 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，联合评级也关注到公司主要子公司易受宏观环境、市场和政策影响，未来发展仍需关注。

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。

## 七、财务分析

### 1. 财务概况

公司 2017—2019 年合并财务报表均经中审华会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具了无保留意见的审计结论；2020 年 1—6 月财务数据未经审计。2017—2019 年，公司合并范围有一定变化，但变化的总体规模一般，公司财务数据可比性较强。

### 2. 资产质量

公司资产规模较大，资产构成以非流动资产为主，整体资产质量较好，但资产存在一定受限，流动性一般；同时，联合评级也关注到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。

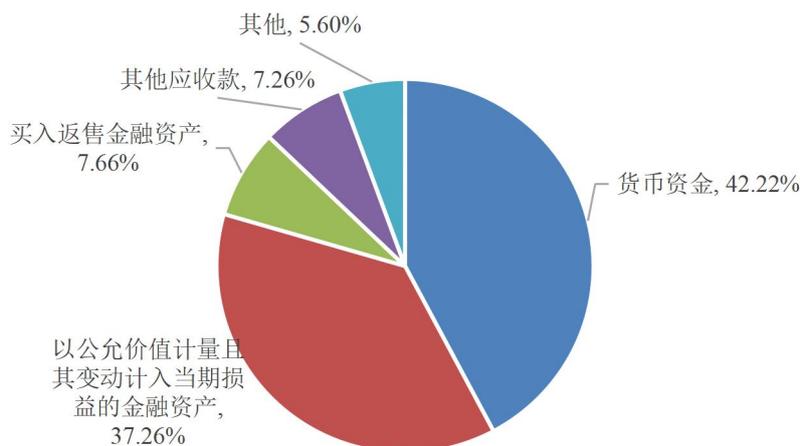
2017—2019 年末，随着业务持续发展，伴随着自身产业调整与业务整合，公司资产规模波动增长，三年复合增长 2.75%。截至 2019 年末，公司资产总额为 1,365.80 亿元，较上年末增长 5.90%，主要系当年公司货币资金规模上升以及新增信托计划投资，使得其他非流动资产规模上升所致。公司资产中，流动资产占 47.44%，非流动资产占 52.56%，公司资产结构以非流动资产为主。

截至 2020 年 6 月末，公司资产总额 1,383.66 亿元，较上年末增长 1.98%。其中，流动资产占比 43.85%，非流动资产占比 56.15%，公司资产构成仍以非流动资产为主。

#### 流动资产

2017—2019 年末，公司流动资产持续下降，年均复合下降 3.05%，主要系 2019 年公司买入返售金融资产规模下滑所致。截至 2019 年末，公司流动资产为 643.61 亿元，较上年末下滑 4.52%；其中货币资金占比 42.22%，以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产占比 37.26%，买入返售金融资产占比 7.66%，其他应收款占比 7.26%。

图 5 截至 2019 年末公司流动资产构成情况



资料来源：公司审计报告，联合评级整理

2017—2019 年末，公司货币资金持续上升，年均复合增长 22.50%。截至 2019 年末，公司货币资金余额为 271.76 亿元，较上年末增长 13.30%，其中受限货币资金合计 3.14 亿元，占货币资金的比重为 1.16%。公司货币资金受限比例低，流动性较好。

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。2017—2019 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下降，年均复合下滑 8.86%。截至 2019 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 239.79 亿元，较上年末增长 11.94%，主要系民生人寿增加投资资产组合中股票持仓规模所致。截至 2019 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 26.86 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 11.20%，受限比重尚可。

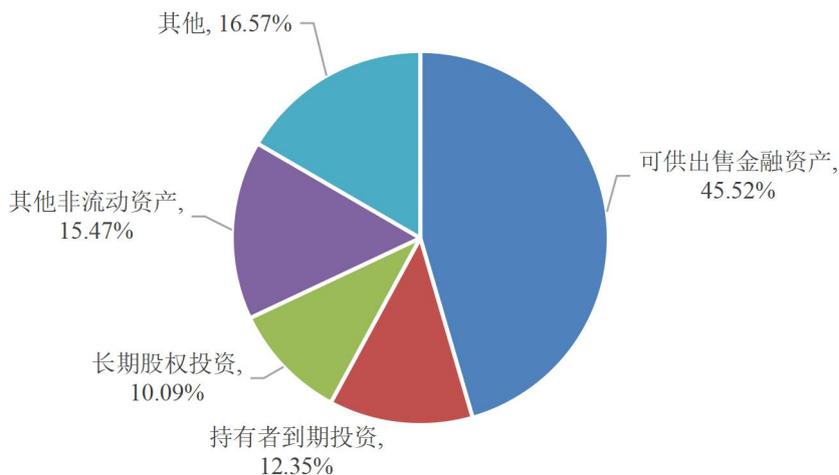
公司买入返售金融资产以民生人寿投资资产组合中投资资产为主。2017—2019 年末，公司买入返售金融资产波动下降，年均复合下降 36.72%。截至 2019 年末，公司买入返售金融资产为 49.30 亿元，较上年末下降 62.15%，主要系民生人寿债券逆回购规模大幅下降所致；公司买入返售金融资产标的物以企业债为主，占比 81.88%，其余标的物均为国债。

2017—2019 年末，公司其他应收款持续下降，年均复合下降 9.51%。截至 2019 年末，公司其他应收款为 46.73 亿元，较上年末下降 14.69%。截至 2019 年末，公司对其他应收款计提坏账准备 2.58 亿元，计提比例较高。从账龄来看，截至 2019 年末，公司其他应收款 1 年以内到期的占比 28.62%，1~2 年到期的占比 44.00%，2~3 年到期的占比 13.84%，3 年以上到期的占比 13.54%，其他应收款以 1 年以内到期和 1~2 年到期的为主。公司其他应收款期末余额前五名欠款单位所欠金额合计占比为 27.63%，前五名欠款单位主要为信保基金、公司关联方和资金业务对手方，对公司资金形成了一定的占用。

### 非流动资产

2017—2019 年末，公司非流动资产规模逐年增加，年均复合增长 8.99%。截至 2019 年末，公司非流动资产余额为 713.19 亿元，较上年末增长 17.48%，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，以及划分为持有至到期的债券投资规模上升所致；其中可供出售金融资产占比 45.52%、其他非流动资产占比 15.47%、持有至到期投资占比 12.35%、长期股权投资占比 11.64%。

图 6 截至 2019 年末公司非流动资产构成情况



资料来源：公司审计报告，联合评级整理

公司可供出售金融资产以民生人寿投资资产组合中投资资产为主。2017—2019 年末，公司可供出售金融资产逐年减少，年均复合下降 5.85%。截至 2019 年末，公司可供出售金融资产为 324.62 亿元，较上年末下降 4.72%，主要系民生人寿投资资产组合中划分为可供出售金融资产的债券持仓减少所致；其中，可供出售债券占比 83.72%，信托产品占比 9.41%，其余为股权、股票、资管产品、理财产品和基金投资等。截至 2019 年末，公司可供出售金融资产中有价值 127.36 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 46.86%，受限比重较高。

2017 年，公司无持有至到期投资。2018—2019 年末，公司持有至到期投资规模有所增长。截至 2019 年末，公司持有至到期投资规模为 88.11 亿元，较上年末大幅增长 65.69 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 2019 年末，公司持有至到期投资中 5 年以内到期的占比 24.33%，5~10 年到期的占比 4.39%，10 年以上到期的占比 71.28%，持有至到期投资以 10 年以上到期为主。截至 2019 年，公司持有至到期投资中有价值 35.27 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 40.03%，受限比重相对较高。

2017—2019 年末，公司长期股权投资持续增长，年均复合增长 22.58%。截至 2019 年末，公司长期股权投资为 71.93 亿元，较上年末增长 1.81%，主要系权益法核算的长期股权投资取得投资收益所致。截至 2019 年末，公司当年对长期股权投资计提减值准备 5.42 亿元，主要为针对浙商银行股份有限公司计提的减值准备。

2017—2019 年末，公司其他非流动资产规模持续上升，年均复合增长 40.38%。截至 2019 年末，公司其他非流动资产为 110.32 亿元，较上年末大幅增长 72.09%，主要系民生人寿投资资产组合中应收款项投资持仓大幅增长所致。从构成来看，截至 2019 年末，公司应收款项投资中，债权投资计划占比 22.29%，信托计划占比 72.40%，资产支持计划占比 2.07%，保险公司次级债务占比 3.24%。

### 3. 负债和所有者权益

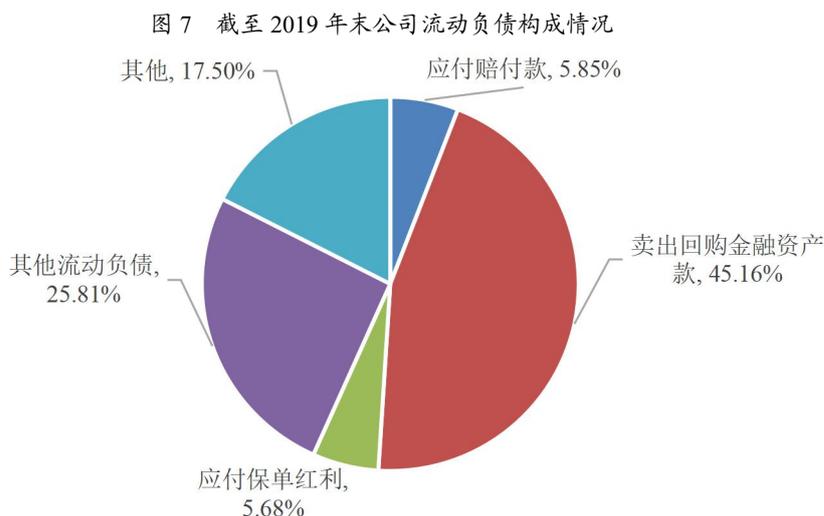
#### 负债

##### 公司负债规模逐年增长，负债结构以非流动负债为主。

2017—2019 年末，公司负债规模逐年增长，年均复合增长 3.80%。截至 2019 年末，公司负债总额为 1,159.51 亿元，较上年末增长 4.32%；其中，流动负债占比 35.56%，非流动负债占比 64.44%，负债构成以非流动负债为主。

公司流动负债规模波动下降，主要由卖出回购金融资产、其他流动负债、应付赔偿款和应付保单红利构成。

2017—2019 年末，公司流动负债规模波动下降，年均复合下降 31.66%。截至 2019 年末，公司流动负债为 412.35 亿元，较上年末大幅下降 54.15%，主要系 2019 年公司将 1 年以上的保险合同准备金列入其他非流动负债科目所致；流动负债中卖出回购金融资产款占比 45.16%，其他流动负债占比 25.81%，应付赔偿款占比 5.85%，应付保单红利占比 5.68%。



资料来源：公司审计报告，联合评级整理

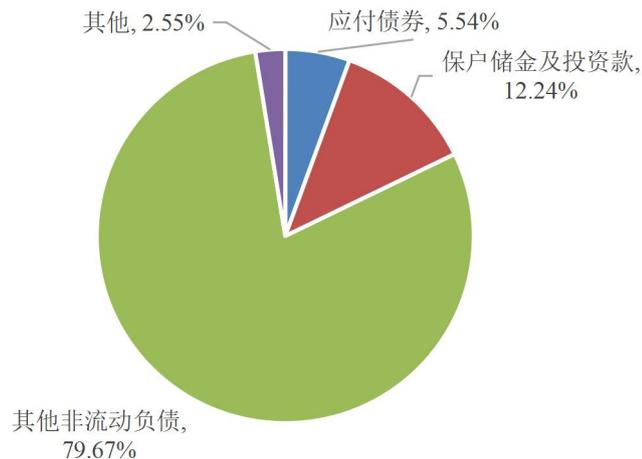
2017—2019 年末，公司卖出回购金融资产款波动增长，年均复合增长 6.24%。截至 2019 年末，公司卖出回购金融资产款为 186.22 亿元，较上年末下降 14.21%，主要系民生人寿投资资产组合减少了债券卖出回购规模所致。公司卖出回购金融资产质押物均为债券。

2017—2019 年末，公司其他流动负债波动下降，年均复合下降 11.58%。截至 2019 年末，公司其他流动负债 106.41 亿元，较上年末增长 48.60%，主要系通联支付结算资金往来款增长所致。

**公司非流动负债规模持续上升，主要由其他非流动负债、保户储金及投资款和应付债券构成。**

2017—2019 年末，公司非流动负债持续上升，年均复合增长 96.69%。截至 2019 年末，公司非流动负债为 747.17 亿元，较上年末大幅增加 535.14 亿元，主要系 2019 年公司将 1 年以上的保险合同准备金列入其他非流动负债科目所致；非流动负债中其他非流动负债占比 79.67%，保户储金及投资款占比 12.24%，应付债券占比 5.54%。

图 8 截至 2019 年末公司非流动负债构成情况



资料来源：公司审计报告，联合评级整理

2017—2019 年末，公司应付债券波动增长，年均复合增长 3.29%。截至 2019 年末，公司应付债券为 41.43 亿元，较上年末下降 23.04%，主要系民生人寿存量次级债到期兑付所致。

2017—2019 年末，公司保户储金及投资款波动下降，年均复合下降 5.04%。截至 2019 年末，公司保户储金及投资款为 91.43 亿元，较上年末下降 20.57%，主要系当年支付保户利益所致。从期限结构看，截至 2019 年末，公司保户储金及投资款均为 1 年以上。

2017—2019 年末，公司其他非流动负债持续增长，年均复合大幅增长 5.69 倍，主要系 2019 年公司将 1 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 2019 年末，公司其他非流动负债 595.25 亿元，同比大幅增加 568.65 亿元。截至 2019 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 95.90%，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。

**公司全部债务规模波动上升，整体债务压力较重，且债务结构偏短期，存在一定短期偿债压力。**

随着对外融资规模扩大，2017—2019 年末，公司全部债务<sup>4</sup>规模波动增长，年均复合增长 0.90%。截至 2019 年末，公司全部债务为 258.61 亿元，较上年末下降 13.25%；其中，短期债务占比 80.28%，长期债务占比 19.72%，债务结构以短期债务为主，存在一定短期偿债压力。

截至 2019 年末，公司资产负债率为 85.46%，较上年末下降 1.29 个百分点，但负债水平仍属较高。2017—2019 年末，公司全部债务资本化比率分别为 54.86%、63.72%和 56.73%，长期债务资本化比率分别为 25.07%、27.59%和 20.54%，公司偿债压力波动增长，总体债务负担较重，但考虑公司主要业务以金融行业为主，仍属正常水平。

截至 2020 年 6 月末，公司负债总额 1,166.80 亿元，较上年末变化不大；其中，流动负债占比 33.41%，非流动负债占比 66.59%，负债结构仍以非流动负债为主。截至 2020 年 6 月末，公司资产负债率小幅下降至 85.07%，偿债压力仍较重。从全部债务来看，截至 2020 年 6 月末，公司全部债务为 194.11 亿元，其中短期债务占比 76.55%，长期债务占比 23.45%，公司债务结构有所优化但仍以短期为主；公司全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 47.23%和 17.35%，债务负担有所下降。

**公司所有者权益规模波动下降，且少数股东权益占比较高，所有者权益结构整体稳定性一般。**

2017—2019 年，公司所有者权益波动下降，年均复合下降 2.85%，2017 年公司所有者权益规模

<sup>4</sup> 2017 年，公司所有者权益中包含 50.00 亿元划分为其他权益工具的永续债，未计入全部债务中。

大幅下降主要系当年所有者权益中包含 50.00 亿元从万向集团借入的永续债，2018 年公司归还该笔债务并一次性付息。截至 2019 年末，公司所有者权益合计 197.28 亿元，较上年末增长 16.23%；其中，归属于母公司的所有者权益占比 41.76%，少数股东权益占比 58.24%，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 2019 年末，公司归属于母公司的所有者权益中，实收资本 12.00 亿元，较上年末无变化；资本公积 24.55 亿元，较上年末变化不大；未分配利润 42.84 亿元，较上年末增长 29.82%，主要系利润留存所致。截至 2019 年末，归属于母公司的所有者权益中，实收资本占比 14.57%，资本公积占比 29.80%，未分配利润占比 52.00%。整体看，公司少数股东权益占比较高，所有者权益稳定性一般。

截至 2020 年 6 月末，公司所有者权益合计为 216.86 亿元，较上年末增长 9.92%，主要系利润留存所致；归属于母公司所有者权益为 90.92 亿元，归属于母公司的所有者权益构成较上年末变化不大。

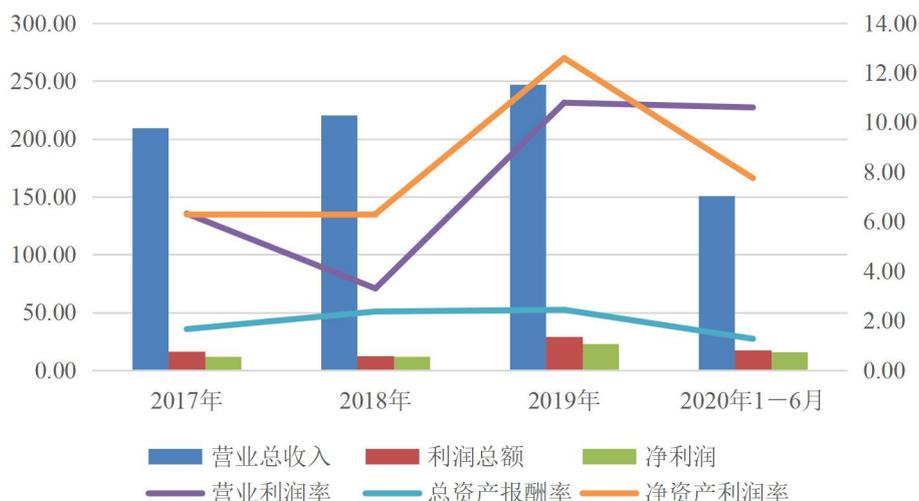
#### 4. 盈利能力

##### 公司收入和利润规模均保持增长，整体盈利能力尚可。

2017—2019 年，公司营业总收入逐年增长，年均复合增长 8.61%。2019 年，公司实现营业总收入 246.82 亿元，同比增长 11.84%。2017—2019 年，公司净利润逐年增长，年均复合增长 40.45%。2019 年，公司实现净利润 23.11 亿元，同比大幅增长 93.57%，主要系公司持有的交易性金融资产公允价值变动取得正收益所致。

近年来，随着营业总收入增加，公司营业总成本持续上升。2017—2019 年，公司营业总成本年均复合增长 6.68%。2019 年，公司营业总成本为 215.63 亿元，同比增长 3.56%，主要系营业成本及提取保险合同准备金净额增长所致；其中，期间费用占比 7.44%。从期间费用来看，2017—2019 年，公司期间费用总额波动下降，年均复合下降 0.62%。2019 年，公司期间费用总额为 16.05 亿元，同比大幅下降 48.26%，主要系 2018 年公司一次性支付万向集团公司永续债利息，2019 年无该项支出，使得财务费用回归正常水平；期间费用中销售费用占比 28.46%，管理费用占比 38.84%，研发费用占比 15.27%，财务费用占比 17.44%。2017—2019 年，公司资产减值损失分别为 1.66 亿元、3.23 亿元和 7.99 亿元，其中 2017 年资产减值损失增长主要系公司全额计提了收购普星（新疆）能源有限公司产生的 1.05 亿元商誉减值所致，2018 年资产减值损失增长主要系公司对可供出售金融资产计提减值准备所致，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。

图9 公司盈利情况表(单位:亿元、%)



注:上表2020年1-6月相关指标未年化  
资料来源:公司财务报表,联合评级整理

从盈利能力指标看,2017—2019年,公司净资产收益率和总资产报酬率持续增长,净资产收益率分别为6.28%、6.30%和12.59%,总资产报酬率分别为1.66%、2.37%和2.44%,指标处于尚可水平;公司营业利润率为6.32%、3.30%和10.79%,呈波动上升态势,公司整体盈利能力尚可。

2020年1—6月,公司实现营业总收入150.75亿元,同比增长11.84%。2020年1—6月,公司实现净利润16.04亿元,同比下滑10.89%。2020年1—6月,公司营业利润率、总资产报酬率和净资产收益率分别为10.60%、1.27%和7.75%(均未年化)。

从同行业对比来看,公司净资产收益率高于样本平均水平,营业利润率低于样本平均水平,资产负债率偏高。

表12 截至2019年末金融控股公司行业财务指标比较(单位:亿元、%)

企业名称	净资产收益率	归母净资产收益率	营业利润率	资产负债率
陕西金融控股集团有限公司	2.61	1.54	51.78	67.36
山东省鲁信投资控股集团有限公司	3.52	1.68	35.58	66.91
厦门金圆投资集团有限公司	3.71	2.92	16.98	39.46
平均值	3.28	2.05	34.78	57.91
万向控股	12.59	5.35	10.79	85.46

资料来源:公司审计报告、财务报表、公开资料,联合评级整理

## 5. 现金流

公司经营活动净现金流规模呈波动上升态势;受民生人寿投资资产及万向信托固有业务规模波动及出售清洁能源和矿产业务有影响,投资活动由净流出转为净流入状态;受公司偿还万向集团永续债及民生人寿偿还次级债影响,筹资活动净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,未来随着公司业务的持续发展,公司仍有一定的外部融资需求。

从经营活动来看,2017—2019年,公司经营活动现金流量净额分别为61.65亿元、-26.36亿元和70.70亿元,呈波动上升态势。2017—2019年,公司经营活动现金流入波动下降,年均复合下降3.51%,分别为232.88亿元、211.92亿元和216.84亿元,主要系保户储金及投资款净增加额持续下降所致;公司经营活动现金流出呈波动下降态势,年均复合下降7.61%,分别为171.23亿元、238.28

亿元和 146.14 亿元。

从投资活动来看，2017—2019 年，公司投资活动现金流量净额由净流出转为净流入状态，分别为-168.92 亿元、72.66 亿元和 11.43 亿元；主要系公司投资支付的现金规模波动下降。2017—2019 年，公司投资活动现金流入波动下降，分别为 569.76 亿元、507.71 亿元和 545.19 亿元；同期，投资活动现金流出波动下降，分别为 738.68 亿元、435.05 亿元和 533.76 亿元。

从筹资活动来看，2017—2019 年，公司筹资活动现金流量由净流入转为净流出，分别为 100.38 亿元、11.69 亿元和-51.44 亿元。2017—2019 年，公司筹资活动现金流入持续下降，分别为 211.99 亿元、193.30 亿元和 51.07 亿元；筹资活动现金流出规模波动下降，分别为 111.61 亿元、181.61 亿元和 102.51 亿元。

表 13 公司现金流量情况（单位：亿元）

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 1—6 月
经营性现金流量净额	61.65	-26.36	70.70	51.36
投资性现金流量净额	-168.92	72.66	11.43	0.77
筹资性现金流量净额	100.38	11.69	-51.44	-90.70
现金及现金等价物净增加额	-7.16	58.22	30.70	-38.52
期末现金及现金等价物余额	179.69	237.92	268.62	233.25

资料来源：公司审计报告，联合评级整理

2020 年 1—6 月，公司经营活动现金流净额为 51.36 亿元；投资活动现金流净额为 0.77 亿元；筹资活动现金流净额为-90.70 亿元。

## 6. 母公司财务分析

**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。**

2017—2019 年末，公司母公司口径资产总额波动上升，年均复合增长 5.04%。截至 2019 年末，公司母公司口径资产总额 114.14 亿元，较上年末增长 15.10%，主要系当年其他应收款规模增长所致。截至 2019 年末，公司母公司口径资产主要由长期股权投资（占比 57.75%）、其他应收款（占比 30.20%）、预付账款（占比 6.46%）构成。截至 2019 年末，公司长期股权投资 65.91 亿元，较上年末变化不大。截至 2019 年末，公司其他应收款 34.47 亿元，较上年末增长 88.49%，主要系应收关联方往来规模上升所致。截至 2019 年末，公司预收账款 7.37 亿元，较上年末变化不大。

母公司口径负债方面，2017—2019 年末，公司母公司口径负债规模持续上升，年均复合增长 76.72%。截至 2019 年末，公司母公司口径负债 32.51 亿元，较上年末增长 13.49%。其中，流动负债占比 26.39%，非流动负债占比 73.61%。2017—2019 年末，公司母公司口径全部债务持续上升，年均复合增长 89.67%。截至 2019 年末，公司母公司口径全部债务 32.23 亿元，较上年末增长 13.49%。其中，短期债务占比 25.76%，长期债务占比 74.24%，母公司债务以长期为主。2017—2019 年末，公司母公司口径资产负债率分别为 10.06%、28.88%和 28.48%。2017—2019 年末，公司母公司口径流动比率分别为 874.12%、592.77%和 501.07%，呈持续下降态势，但仍处于很高水平。2017—2019 年末，公司母公司口径全部债务资本化比率分别为 8.78%、28.71%和 28.30%，呈波动上升态势。2017—2019 年末，公司母公司口径长期债务资本化比率分别为 8.78%、25.31%和 22.67%，亦呈波动上升态势。整体看，公司母公司口径债务负担不重，债务结构相对合理。

2017—2019 年，公司母公司口径营业总收入波动上升，年均复合增长 1.50 倍。2019 年，公司母公司口径营业总收入 13.74 亿元，同比下降 68.69%，主要系当年母公司口径投资收益大幅下降所

致。2017—2019年，公司母公司口径投资收益波动上升，年均复合增长1.55倍。2019年，公司母公司口径投资收益13.64亿元，同比下降68.85%，主要系当年公司处置长期股权投资产生的投资收益大幅下降所致，处置长期股权投资产生的投资收益非可持续收入。2017—2019年，公司母公司口径营业总成本波动上升，年均复合增长36.02%。2019年，公司母公司口径发生营业总成本2.71亿元，同比下降83.55%，主要系期间费用中财务费用大幅下降所致。2017—2019年，公司母公司口径期间费用波动上升，年均复合增长40.48%。2019年，公司母公司口径发生期间费用2.56亿元，同比大幅下降84.30%，主要系2018年公司一次性支付万向集团公司永续债利息，2019年无该项支出，使得财务费用回归正常水平。综合以上因素影响，2017—2019年，公司母公司口径净利润波动上升，年均复合增长2.88倍。2019年，公司母公司口径实现净利润11.05亿元，同比下降59.69%。

母公司口径现金流方面，公司现金流有所波动。2017—2019年，公司母公司口径经营活动现金流量净额波动上升，分别为-2.04亿元、-6.27亿元和-1.53亿元。2017—2019年，公司母公司口径投资活动现金流量净额波动较大，分别为-5.04亿元、53.97亿元和-1.90亿元。2018年由负转正主要系收回投资取得的现金及处置子公司收到的现金规模大幅增长所致。2017—2019年，公司母公司口径筹资活动现金流量净额大幅波动，分别为5.62亿元、-46.24亿元和2.07亿元。2018年大幅波动主要系2018年公司归还万向集团永续债。

## 7. 偿债能力

**公司偿债指标表现尚可，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，2017—2019年，公司流动比率分别为0.78倍、0.75倍和1.56倍，速动比率分别为0.77倍、0.74倍和1.54倍，现金短期债务比分别为2.59倍、1.97倍和2.50倍，并且考虑到公司流动负债中保险合同准备金占比较大，短期债务规模一般，公司短期偿债能力较好。

从长期偿债能力指标看，2017—2019年，公司EBITDA规模持续增长，年均复合增长18.21%。2019年，公司EBITDA为37.84亿元，同比增长4.05%，主要由利润总额、折旧、利息支出和摊销构成，占比分别为76.68%、9.89%、8.41%和5.02%。2017—2019年，公司EBITDA利息倍数分别为7.63倍、1.99倍和11.89倍，EBITDA对利息的保障倍数较高，2018年公司EBITDA利息倍数大幅下降主要系当年公司一次性支付万向集团公司永续债利息影响，使得利息支出大幅上升所致；公司EBITDA全部债务比分别为0.11倍、0.12倍和0.15倍，EBITDA对全部债务的保障程度尚可。

从母公司口径偿债指标来看，2017—2019年，公司母公司口径流动比率分别为8.74倍、5.93倍和5.01倍。2017—2019年，公司母公司口径EBITDA分别为1.29亿元、43.28亿元和12.97亿元；EBITDA利息倍数分别为3.55倍、2.76倍和7.38倍；EBITDA全部债务比分别为0.14倍、1.52倍和0.40倍。

截至2020年6月末，公司共获得金融机构授信额度人民币192.06亿元，其中未使用授信额度166.72亿元，间接融资渠道较畅通。

截至2020年6月末，公司合并范围内对外担保余额2.35亿元，占公司2020年6月末公司合并口径净资产的1.08%，被担保企业目前均正常经营。

截至2020年6月末，公司无重大未决诉讼，无未决诉讼引起的预计负债。

根据公司提供的查询日期为2020年8月21日的中国人民银行企业信用报告显示，公司本部无未结清和已结清的不良信贷信息记录，过往债务履约情况良好。

## 八、本期公司债券偿还能力分析

### 1. 本期公司债券的发行对目前负债的影响

截至 2020 年 6 月末，公司全部债务总额为 194.11 亿元，假设本期发行债券规模为 52.00 亿元，相对于目前公司债务规模，本期债券发债额度较大，公司债务负担有所加重。

以 2020 年 6 月末财务数据为基础，假设募集资金净额为 52.00 亿元，本期债券发行后，在其它因素不变的情况下，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 84.89%、53.16%和 31.02%，相较发行前分别增长 0.57 个、5.93 个和 13.67 个百分点，债务负担有所加重。此外，以公司母公司口径来看，本期债券发行后，在其它因素不变的情况下，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 50.87%、50.78%和 48.19%，相较发行前分别增长 22.39 个、22.48 个和 25.52 个百分点，负债水平明显提升。考虑到公司发行债券后将用于偿还公司债务、补充运营资金等，有利于公司改善债务结构。

### 2. 本期公司债券偿还能力分析

以 2019 年末的相关财务数据为基础，假设本期发行债券规模为 52.00 亿元，公司 2019 年 EBITDA 为 37.84 亿元，为本期债券发行额度的 0.73 倍，EBITDA 对本期债券的覆盖程度一般；2019 年公司经营活动产生的现金净流量为 70.70 亿元，为本期债券发行额度的 1.36 倍；公司所有者权益 197.28 亿元，为本期债券发行额度的 3.79 倍，所有者权益对本期债券的覆盖程度较高。

综合以上分析，并考虑到公司作为大型民营金融投资运营平台，现已形成多元化发展的业务格局，资本实力较强，联合评级认为，公司对本期债券的偿还能力很强。

## 九、综合评价

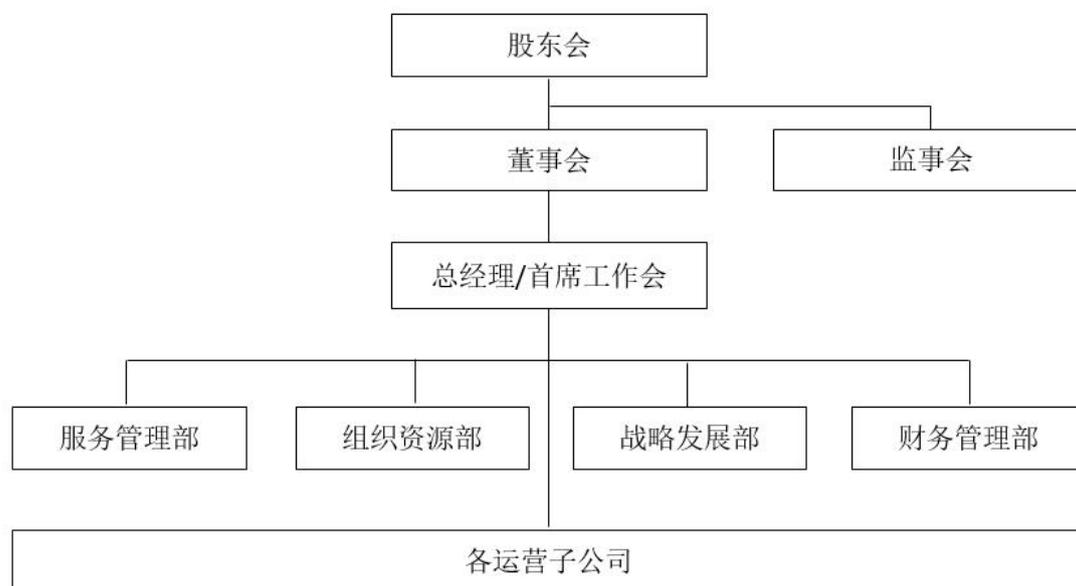
公司作为大型民营金融投资运营平台，以控股和参股的方式对保险、第三方支付、信托、金融数据服务、区块链技术等板块进行投资，形成了多元化的业务格局，具备较强的规模优势和综合竞争力。公司保险业务和信托业务行业排名中游，支付业务收入稳步增长，整体业务发展良好。目前，公司资本实力较强，资产规模较大，整体资产质量较好，盈利能力尚可。

同时，联合评级也关注到公司子公司民生人寿和万向信托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。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。此外，公司整体债务负担相对较重，且有息债务以短期为主，需持续关注公司流动性管理情况。

未来，随着万向体系板块间的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。联合评级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，联合评级认为，本期公司债券到期不能偿还的风险很低。

### 附件 1 中国万向控股有限公司 组织结构图（截至 2020 年 6 月末）



## 附件 2 中国万向控股有限公司 主要财务指标

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 1—6 月
资产总额 (亿元)	1,285.18	1,281.19	1,356.80	1,383.66
负债总额 (亿元)	1,076.15	1,111.46	1,159.51	1,166.80
所有者权益 (亿元)	209.03	169.73	197.28	216.86
短期债务 (亿元)	184.05	233.42	207.61	148.59
长期债务 (亿元)	69.95	64.68	51.00	45.52
全部债务 (亿元)	254.00	298.10	258.61	194.11
营业总收入 (亿元)	209.22	220.69	246.82	150.75
净利润 (亿元)	11.72	11.94	23.11	16.04
经营性净现金流 (亿元)	61.65	-26.36	70.70	51.36
总资产周转次数 (次)	0.17	0.17	0.19	0.11
现金收入比率 (%)	95.36	78.07	59.60	24.28
总资产报酬率 (%)	1.66	2.37	2.44	1.27
净资产收益率 (%)	6.28	6.30	12.59	7.75
营业利润率 (%)	6.32	3.30	10.79	10.60
费用收入比 (%)	7.77	14.06	6.50	6.46
资产负债率 (%)	83.74	86.75	85.46	84.33
全部债务资本化比率 (%)	54.86	63.72	56.73	47.23
长期债务资本化比率 (%)	25.07	27.59	20.54	17.35
流动比率 (倍)	0.78	0.75	1.56	1.56
速动比率 (倍)	0.77	0.74	1.54	1.54
现金短期债务比 (倍)	2.59	1.97	2.50	3.35
经营现金流动负债比率 (%)	6.98	-2.93	17.14	13.18
EBITDA (亿元)	27.08	36.37	37.84	/
EBITDA 利息倍数 (倍)	7.63	1.99	11.89	/
EBITDA 全部债务比 (倍)	0.11	0.12	0.15	/
EBITDA/本期发债额度 (倍)	0.52	0.70	0.73	/

### 附件 3 有关计算指标的计算公式

指标名称	计算公式
<b>增长指标</b>	
年均增长率	(1) 2 年数据: 增长率=(本次-上期)/上期×100% (2) n 年数据: 增长率=[(本次/前 n 年) <sup>1/(n-1)</sup> -1]×100%
<b>经营效率指标</b>	
应收账款周转次数	营业收入/[ (期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]
存货周转次数	营业成本/[ (期初存货余额+期末存货余额)/2]
总资产周转次数	营业收入/[ (期初总资产+期末总资产)/2]
现金收入比率	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
<b>盈利指标</b>	
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+期初全部债务+期末所有者权益+期末全部债务)/2]×100%
总资产报酬率	(利润总额+计入财务费用的利息支出)/[(期初总资产+期末总资产)/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%
主营业务毛利率	(主营业务收入-主营业务成本)/主营业务收入×100%
营业利润率	(营业收入-营业成本-营业税金及附加)/营业收入×100%
费用收入比	(管理费用+营业费用+财务费用)/营业收入×100%
<b>财务构成指标</b>	
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%
<b>长期偿债能力指标</b>	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/(利息支出+资本化利息+计入财务费用的利息支出)
EBITDA 全部债务比	EBITDA/全部债务
经营现金债务保护倍数	经营活动现金流量净额/全部债务
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额/全部债务
<b>短期偿债能力指标</b>	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计
速动比率	(流动资产合计-存货)/流动负债合计
现金短期债务比	现金类资产/短期债务
经营现金流动负债比率	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
经营现金利息偿还能力	经营活动现金流量净额/(资本化利息+计入财务费用的利息支出)
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额/(资本化利息+计入财务费用的利息支出)
<b>本次公司债券偿还能力</b>	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA/本次公司债券到期偿还额
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量/本次公司债券到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额/本次公司债券到期偿还额

注: 现金类资产=货币资金+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产+应收票据

长期债务=长期借款+应付债券

短期债务=短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债+应付票据+拆入资金+一年内到期的非流动负债+卖出回购金融资产+其他流动负债中的短期应付债券和应付收益凭证

全部债务=长期债务+短期债务

EBITDA=利润总额+计入财务费用的利息支出+固定资产折旧+摊销+利息支出

## 附件 4 公司主体长期信用等级设置及其含义

公司主体长期信用等级划分成 9 级，分别用 AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC 和 C 表示，其中，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。

AAA 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：不能偿还债务。

长期债券（含公司债券）信用等级符号及定义同公司主体长期信用等级。

## 联合信用评级有限公司关于 中国万向控股有限公司 公开发行 2020 年公司债券（第一期）的跟踪评级安排

根据监管部门和联合信用评级有限公司（联合评级）对跟踪评级的有关要求，联合评级将在本次（期）债券存续期内，并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评级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如发生重大变化，或发生可能对信用等级产生较大影响的重大事件，应及时通知联合评级并提供有关资料。

联合评级将密切关注中国万向控股有限公司的相关状况，如发现中国万向控股有限公司或本次（期）债券相关要素出现重大变化，或发现其存在或出现可能对信用等级产生较大影响的重大事件时，联合评级将落实有关情况并及时评估其对信用等级产生的影响，据以确认或调整本次（期）债券的信用等级。

如中国万向控股有限公司不能及时提供上述跟踪评级资料及情况，联合评级将根据有关情况进行分析并调整信用等级，必要时，可公布信用等级暂时失效，直至中国万向控股有限公司提供相关资料。

联合评级对本次（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。

