

中国万向控股有限公司
及其发行的 17 万向 01 与 18 万向 01
跟踪评级报告



上海新世纪资信评估投资服务有限公司

Shanghai Brilliance Credit Rating & Investors Service Co., Ltd.

跟踪评级概述

编号:【新世纪跟踪[2019]100425】

评级对象: 中国万向控股有限公司及其发行的 17 万向 01 与 18 万向 01

	17 万向 01	18 万向 01
	主体/展望/债项/评级时间	主体/展望/债项/评级时间
本次跟踪:	AA+/稳定/AA+/2019 年 6 月 26 日	AA+/稳定/AA+/2019 年 6 月 26 日
前次跟踪:	AA+/稳定/AA+/2018 年 6 月 22 日	
首次评级:	AA+/稳定/AA+/2017 年 11 月 3 日	AA+/稳定/AA+/2018 年 11 月 23 日

主要财务数据

项 目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 一季度
金额单位:人民币亿元				
母公司数据:				
货币资金	2.05	0.60	2.06	0.06
刚性债务	3.00	8.96	28.40	37.30
所有者权益	42.48	93.04	70.52	70.42
经营性现金净流入量	-1.07	-2.04	-6.27	-0.30
合并数据及指标:				
总资产	1106.42	1285.18	1281.19	1135.88
总负债	942.49	1076.15	1111.46	950.90
刚性债务	159.21	88.99	81.04	94.40
应付债券	29.81	38.83	53.83	53.84
所有者权益	163.94	209.03	169.73	184.99
营业收入	41.62	47.20	45.99	15.05
净利润	9.34	11.72	11.94	12.92
经营性现金净流入量	159.44	61.65	-26.36	-5.25
EBITDA	19.72	27.08	36.37	15.88
资产负债率[%]	85.18	83.74	86.75	83.71
权益资本与刚性债务 比率[%]	102.97	234.88	209.44	195.95
流动比率[%]	67.46	77.55	74.95	61.80
现金比率[%]	46.38	53.20	50.48	45.42
利息保障倍数[倍]	5.63	5.59	1.67	-
净资产收益率[%]	5.60	6.28	6.30	7.28
经营性现金净流入量 与负债总额比率[%]	19.26	6.11	-2.41	-
非筹资性现金净流入 量与负债总额比率[%]	4.50	-10.63	4.23	-
EBITDA/利息支出 [倍]	8.33	7.63	1.99	11.29
EBITDA/刚性债务 [倍]	0.14	0.22	0.43	-

注:根据万向控股经审计的 2016-2018 年及未经审计的 2019 年一季度财务数据整理、计算。

分析师

何泳萱 hyx@shxsj.com
 王隽颖 wangjy@shxsj.com
 Tel: (021) 63501349 Fax: (021)63500872

上海市汉口路 398 号华盛大厦 14F
<http://www.shxsj.com>

跟踪评级观点

上海新世纪资信评估投资服务有限公司(简称本评级机构)对中国万向控股有限公司(简称万向控股、发行人、该公司或公司)及其发行的 17 万向 01 与 18 万向 01 的跟踪评级反映了 2018 年以来万向控股在主业竞争力、保险业务长期收入较稳定及万向集团流动性支持等方面保持优势,同时也反映了公司在政策变化及监管风险、保险市场竞争压力、融资需求上升及保险板块长期投资成效等方面继续面临压力。

主要优势:

- **主业竞争力较强。**该公司已取得保险、信托、期货、租赁等金融资质,金融与类金融牌照较为齐全;且保险、第三方支付在同行业具有一定资本实力和市场份额,市场竞争力较强。
- **保险业务长期收入较为稳定。**民生保险长期期缴保险产品占比较高,保费收入可为公司带来相对稳定的现金流。
- **万向集团公司流动性支持。**万向集团公司给予该公司合计 100 亿元的借款额度,公司可根据自身经营、盈利及现金流情况决定本金、利息的归还期限,对公司流动性管理形成有利保障。

主要风险:

- **政策变化及监管风险。**在新的金融监管框架下,建立和完善金融控股公司的监管将成为我国金融监管改革的重点内容,包括该公司在内的金融控股公司将面临一定监管风险。
- **保险业务市场竞争压力。**随着我国利率市场化持续推进,人身保险公司理财型产品正面临混业竞争格局,互联网金融亦对保险公司业务构成冲击,该公司保险业务将持续面临激烈的市场竞争压力。

- **融资需求上升。**随着保险业务保费规模的扩张，以及向互联网金融等领域的延伸，该公司后续存在较大的资金需求，面临一定的融资压力。
- **保险业务战略实施效果有待观察。**该公司从拓宽险资空间的角度出发，制定了民生保险布局非保险领域的发展战略，目前已涉足金融、不动产、清洁能源等领域，但相关发展战略能否达到预期效果仍有待观察。

➤ **未来展望**

通过对万向控股及其发行的上述债券主要信用风险要素的分析，本评级机构给予公司 AA+ 主体信用等级，评级展望为稳定；认为上述债券还本付息安全性很强，并给予上述债券 AA 信用等级。

上海新世纪资信评估投资服务有限公司



中国万向控股有限公司

及其发行的 17 万向 01 与 18 万向 01

跟踪评级报告

跟踪评级原因

按照中国万向控股有限公司及其发行的 17 万向 01 与 18 万向 01 信用评级的跟踪评级安排，本评级机构根据中国万向控股有限公司（以下简称“万向控股”、该公司或公司）提供的经审计的 2018 年财务报表及相关经营数据和未经审计的 2019 年一季度财务报表及相关经营数据，对万向控股的财务状况、经营状况、现金流量及相关风险进行了动态信息收集和分析，并结合行业发展趋势等方面因素，得出跟踪评级结论。

截至 2019 年 3 月末，该公司及旗下子公司民生保险已发行且尚在存续期内的债券余额为 54.00 亿元。从过往债券发行情况来看，公司及民生保险对已发行债券均能够按时付息，没有延迟支付本息情况。

图表 1. 公司已发行债券概况

债项名称	发行金额 (亿元)	期限 (天/年)	发行利率 (%)	发行时间	本息兑付情况
14 民生债	12.50	10 年	6.70	2014 年 12 月	未到期
15 民生 01	12.90	10 年	-	2015 年 1 月	未到期
15 民生 02	4.60	10 年	6.70	2015 年 1 月	未到期
17 万向 01	9.00	5 年	5.80	2017 年 12 月	未到期
18 万向 01	15.00	3 年	5.33	2018 年 12 月	未到期

资料来源：万向控股

业务

1. 公司管理

截至 2019 年 3 月末，该公司股权结构未发生变化，实际控制人为鲁伟鼎先生，其目前担任公司董事长、民生人寿董事长等职位。除公司及其子公司外，鲁伟鼎先生还投资了上海冠鼎泽有限公司（持股比例 86.67%）、万向三农集团有限公司（持股比例 100%）、浙江江南会置业管理有限公司（持股比例 20%）、浙江省远洋渔业集团有限公司（持股比例 1%）等企业，业务范围涉及农林牧渔业、餐饮业、投资管理等。公司在其投资产业中处于核心地位。

截至 2019 年 3 月末，该公司纳入合并范围的一级子公司共有 9 家，其中，通过发起设立或投资方式取得的子公司 7 家，通过购买取得的子公司 2 家。2018 年，因转让矿产板块和新能源板块经营主体，普星聚能股份公司和洛阳万嵩钾业有限公司不再纳入公司合并范围，至此，公司实业板块的所有主体均不再纳入公司合并范围。此外，因公司将所持通联支付 41.10% 的股权全部转让至民生保险，当期末通联支付不再作为公司直接控股子公司，但仍纳入公司合并报表范围进行核算。

该公司涉及的关联交易主要系在资产整合过程中形成的股权转让交易、与关联方上海冠鼎泽有限公司形成的往来预付款项以及与关联公司形成的往来借款。此外，万向集团与中国万向控股有限公司双方存在投资及回哺承诺，由万向集团公司向公司提供 100 亿元永续债额度，公司根据自身业务和资金情况可分期向万向集团公司提出申请，自第一笔款项到账后的第八年及以后的每年 12 月，公司可偿还部分借款本金，同时可根据自身盈利状况和现金流情况决定利息的计提。公司已于 2018 年归还其他权益工具中 50 亿元永续债，但万向集团公司给予公司的 100 亿元永续债额度长期有效。同时，为支持各业务板块的发展，万向财务公司¹以发放贷款、委托贷款、票据贴现等形式，给予公司及其下属子公司持续的资金支持，资金期限一般为 1 年以上（含 1 年），年利率为基准利率下浮一定比例，截至 2019 年 3 月末，公司取得的万向财务公司借款为 19.00 亿元，2019 年 3 月末，公司及其子公司取得万向财务公司的授信合计为 37.00 亿元，其中未使用额度为 18.00 亿元。

图表 2. 万向控股 2018 年末关联方主要往来款项（单位：亿元）

性质	关联方名称	关联方关系	期末余额	款项具体用途
其他应收款	普星聚能股份公司	同一实际控制人	3.35	往来借款
预付款项	上海冠鼎泽有限公司	同一实际控制人，持股 5% 以上的股东	7.37	股东关联往来
其他应付款	万向资源有限公司	同一实际控制人	0.99	期货保证金
其他应付款	大鼎能源有限公司	同一实际控制人	0.24	期货保证金

资料来源：万向控股

图表 3. 截至 2019 年 3 月末万向控股及其子公司向万向财务公司借款情况（单位：亿元）

借款公司名称	借款余额	借款期限	担保人
万向控股	13.00	1 年	-
万向租赁	6.00	3 年	-

资料来源：万向控股

2. 业务运营

该公司定位金融和科技投资运营平台，业务涉及保险、互联网金融、信托、期货等领域，其中保险和互联网金融业务构成了公司营业收入的主要来

¹ 万向财务公司为非银行类金融机构，发行人及各子公司与其发生的交易和银行业务性质相同。

源。随着业务定位的明确，公司已逐步退出矿产、能源等实业投资领域。公司保险业务不断调整产品结构，保费收入保持增长，此外，公司从拓宽险资空间的角度出发，制定了民生保险布局非保险领域的发展战略，拟逐渐形成以保险业务为主，其他多元化业务为辅的战略布局，但相关发展战略能否达到预期效果仍有待观察。受行业监管趋严及市场竞争加剧影响，公司第三方支付业务承压，基于较齐全的牌照和较广泛的营业网点布局，公司积极向创新支付业务转型，第三方支付业务收入整体保持增长，但转型效果仍待观察。

(1) 金融投资

A. 保险业务²

万向控股从事人身保险业务的经营主体为民生保险。民生保险设立于2002年6月18日，是我国第一家以民营资本为主的保险机构，由全国工商联牵头，21家企业共同发起设立。截至2019年3月末，民生保险注册资本60亿元，万向控股通过直接和间接方式，持有民生保险43.84%的股权，对民生保险拥有实际控制权。

自民生保险纳入万向控股合并范围以来，保险业务对公司收入和盈利的贡献一直最高，近三年保险业务收入占营业总收入的比例保持在75%左右，同时，基于保险公司投资范围广泛、可面向社会公众筹集长期资金的特点，公司从拓宽险资空间的角度出发，制定了以民生保险为平台，布局金融机构和不动产类项目的方针，从而实现保险业务的长期稳定回报，公司作为其实际控制方，亦可实现自身利益最大化。金融领域投资方面，民生保险结合行业发展前景和企业自身成长潜力，已相继入股浙商银行（持股4.29%）、浙商基金（持股50%）、通惠期货（持股40%）、中保投资有限责任公司（持股3%）等。此外，2017年，民生保险进一步推进在金融领域的布局，购买公司持有的通联支付全部股权，合同对价为45亿元（持股41.10%），截至目前，民生保险已向中国万向支付70%交易对价，目前该项目已完成银保监会审批，待取得人民银行审批即可完成相关工商变更手续。不动产领域投资方面，民生保险一方面增资万向控股旗下普星聚能，以发挥其向新能源领域拓展的空间；另一方面，以通惠康养游股份公司（以下简称“康养游”）作为旅游和养老产业的投资平台，主要在开发项目包括水漾湖项目、陈家埠项目、纳德酒店项目、千岛湖旅游项目等。未来，民生保险将逐渐形成以保险业务为主，其他多元化业务为辅的战略布局。

图表4. 2018年民生保险股权和不动产项目投资情况（单位：亿元，%）

	投资时间	投资金额	行业	持股比例	项目来源	投资主体	所在地区	投资标的
股权投资		84.99						

² 保险业务统计口径全部为民生保险合并口径数据。

	投资时间	投资金额	行业	持股比例	项目来源	投资主体	所在地区	投资标的
其中： 浙商银行	2012年12月 2015年6月	28.04	银行	4.29	--	民生保险	浙江杭州	--
浙商基金	2014年8月	2.04	基金管理	50.00	浙大网新科技股份有限公司、通联资本管理有限公司	民生保险	浙江杭州	--
通惠期货	2014年12月	1.25	期货	40.00	通联资本管理有限公司、通联创业投资股份有限公司	民生保险	上海	--
极光人民币创业投资基金	2015年8月	0.50	投资基金	20.00	极光创业投资机构	民生保险	江苏苏州	--
中保投资有限责任公司	2015年12月	0.36	保险投资基金	3.00	--	民生保险	上海	--
上海保险交易所股份有限公司	2016年4月	0.30	保险	1.00	--	民生保险	上海	--
浙江宝利德股份有限公司	2016年12月	6.45	汽车	25.00	浙江宝利德控股集团	民生保险	浙江杭州	--
苏州泽璟生物制药股份有限公司	2017年11月	1.00	医疗	2.90	认购增发股份	民生保险	江苏苏州	
通联支付	2017年8月	45.00	第三方支付公司	41.10	万向控股	民生保险	上海	
不动产投资		58.84						
其中：康养游	2014年	9.70	大健康、养老养生、度假休闲	97.00	--	民生保险	上海	不动产
水漾湖项目	2013年12月 2018年12月	20.20	旅游业	--	--	康养游	杭州	湘湖新城水漾湖酒店
陈家埠项目	2015年1月 2018年12月	18.27	旅游业	--	--	康养游	杭州	陈家埠酒店
普星聚能股份公司	2014年12月	21.00	天然气发电和风电发电	42.86	万向控股	民生保险	上海	普星聚能基础设施建设
纳德酒店股份有限公司	2014年12月 2015年11月	2.13	酒店业	65.64	--	康养游	杭州	酒店经营项目
上海创源科技发展有限公司	2015年7月	0.50	--	10.00	--	康养游	上海	为民生保险提供技术支持和公共关系资源
冠鼎泽恒业千	2015年11月	12.00	旅游业	75.00	--	康养游	杭州	千岛湖旅游业

	投资时间	投资金额	行业	持股比例	项目来源	投资主体	所在地区	投资标的
岛湖旅游有限公司								

资料来源：万向控股

近年来，民生保险坚持稳健发展的经营策略，以产品结构和质量为导向，业务指标平稳发展，偿付能力充足率保持健康水平。截至 2018 年末，民生保险经审计的合并口径总资产为 1091.72 亿元，净资产 121.20 亿元，偿付能力充足率 326%；2018 年实现利润总额 3.29 亿元，较上年下降 40.37%，主要原因为公允价值变动损益转负和退保金上升。其中，退保金上升主要是由于公司集财宝保单已满存续期，在 2018 年集中退保。净利润 5.15 亿元，连续 9 年盈利。2018 年，民生保险新业务价值率³48.81%，同比增长 299.68%，内含价值 197.24 亿元，同比增长 8.91%。2018 年综合投资收益额 37.63 亿元，较 2017 年上升 29.6 亿元，综合投资收益率 5.34%，较 2017 年上升 3.98 个百分点。

民生保险经过十多年的运作，目前已基本形成了全国性的网点布局，销售渠道稳定，服务区域及客户基础不断扩大，保费收入规模及市场份额居行业中上水平。根据保监会数据统计，2018 年民生保险原保险保费收入为 115.18 亿元，行业排名保持第 32 位，原保险保费收入市场占比 0.44%，与上年基本持平。民生保险个人代理销售渠道实力较强，对民生保险整体保费收入的贡献度较高。截至 2019 年 3 月末，民生保险已拥有 25 家分公司、676 个服务网点、服务个人客户超 300 万人。跟踪期内，民生保险加大对个人代理渠道的建设力度，压降银保渠道新单销售规模，2018 年个人代理渠道保费收入占保险业务收入比为 96.44%，较上年提升 4.25 个百分点。

民生保险主营人寿保险、健康保险、意外伤害保险和年金保险、上述保险业务的再保险业务，且以个险业务为主。2018 年，民生保险规模保险保费收入与上年基本持平，其中，原保险保费收入同比增长 3.77%，为 115.18 亿元。从产品类型看，规模保险保费收入口径下，2018 年民生保险传统寿险、分红寿险、健康险保费收入分别占总保费收入的 26.26%、50.27%和 22.78%，分别较去年同期上升 0.62 个百分点、下降 0.48 个百分点和上升 3.36 个百分点；2019 年一季度，传统寿险、分红寿险和健康险保险业务收入占比分别为 32.26%、44.51%和 22.84%。从缴费方式看，民生保险期缴业务保费占比有所上升，2018 年，民生保险期缴保费收入为 111.13 亿元，占保险业务收入比例为 96.48%，较上年提升 3.16 个百分点。民生保险产品以个险为主，2018 年个险保费收入占比 99.89%，与以前年度基本持平。单品质方面，民生保险保险业务继续率水平进一步提升，2018 年，个险 13 月和 25 月保费继续率分别为 93.2%和 87.8%；2019 年一季度，个险 13 月和 25 月保费继续率分别为 91.7%和 88.2%。相较于其他寿险公司，民生保险产品结构较为合理，截至 2018 年

³ 即新保单的利润率。

末第一大产品原保费收入占比 11.56%，前五大产品原保费收入占比 41.91%，集中度处于同行业较低水平。

图表 5. 民生保险规模保险保费收入按产品划分情况（单位：亿元，%）

险种	2016 年		2017 年		2018 年		2019 年一季度	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
传统寿险	47.90	38.01	29.52	25.64	30.25	26.26	12.00	32.26
健康险	16.04	12.72	22.36	19.42	26.24	22.78	8.49	22.84
意外险	0.34	0.27	0.34	0.30	0.44	0.38	0.14	0.39
分红寿险	60.96	48.37	58.77	51.05	58.24	50.57	16.55	44.51
寿险加万能险	0.01	0.01	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
保险业务收入	125.23	99.38	110.99	96.41	115.17	100.00	37.19	100.00
万能险	0.79	0.62	4.13	3.59	0.00	0.00	0.00	0.00
投连保险	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
规模保险保费收入	126.02	100.00	115.12	100.00	115.17	100.00	37.19	100.00

资料来源：万向控股

注：所有数据均取自经审计的 2016-2018 年财务报表及未经审计的 2019 年一季度财务报表。

从资金运用来看，2018 年末，民生保险资金运用规模为 980.45 亿元，委托全资子公司民生通惠资产管理有限公司（以下简称“民生通惠”）管理的资产占比为 74.92%。民生通惠投资资质较齐全，可投资范围涵盖固定收益类投资、权益类投资、不动产投资、基础设施债权计划投资、项目资产支持计划投资等。

从资产配置来看，2018 年末，民生保险固定收益及流动性管理工具在资金运用总额中的占比为 78.16%，其中，债券投资规模占固定收益及流动性管理工具的比重最大，为 59.93%，较上年下降 14.20 个百分点，具体投向来看，投资产品以国债、企业债和金融债为主；银行定期存款及存出保证金规模较上年末大幅上涨 124.58 亿元至 139.90 亿元，占固定收益及流动性管理工具的比重为 18.25%。其他投资方面，2018 年末，民生保险信托计划、理财计划及资产管理产品和应收款项类投资（包括债权投资计划、信托计划、资产支持计划等）余额较上年末增加 11.58 亿元，期限在 3-15 年之间，加权平均期限 3.55 年，剩余期限为 0.89-10.65 年，收益率区间为-2.22-9.11%，其中应收款项类投资较上年末增加 7.63 亿元，具体投向包括山东昌乐农村公路改造、宝龙商办项目建设、董家渡住宅商业开发项目、北大资源梦想城商业地产项目建设和运营、受让租赁设备应收账款债权等，投资期限为 3-15 年，预期收益率为 4.72%至 7.78%。权益资产配置方面，2018 年末民生保险权益类资产（包括上市公司股票、证券投资基金和长期股权投资）较上年末减少 16.13 亿元至 154.67 亿元，其中股票及证券投资基金投资金额由 2017 年末的 102.49 亿元下降至 2018 年末的 37.69 亿元；股权投资方面，2018 年末，民生保险母公司口径下长期股权投资规模为 125.02 亿元，包括持有浙商银行的 4.29% 股权（账

面价值 41.55 亿元)、普星聚能股份有限公司 42.86% 股权 (账面价值 21.37 亿元) 及通联支付的 41.10% 股权 (账面价值 45.00 亿元)。

图表 6. 2018 年末民生保险资产配置情况 (单位: 亿元)

	2016 年末	2017 年末	2018 年末
流动类及固定收益类资产合计	518.26	660.54	766.37
其中: 现金	22.72	11.89	11.84
银行存款及存出保证金	22.87	15.32	139.90
买入返售金融资产	81.03	123.11	130.23
债券类投资	375.80	489.65	459.29
保户质押贷款	15.85	20.57	25.11
权益类资产合计	141.08	170.80	154.67
其中: 股票及证券投资基金	76.25	102.49	37.69
股权投资	0.50	1.66	2.66
长期股权投资	64.32	66.65	114.32
不动产类资产合计	2.98	4.47	4.35
其中: 投资性房地产	2.98	4.47	4.35
其他类资产合计	14.84	43.49	55.07
合计金额 (亿元)	677.16	879.29	980.45

资料来源: 万向控股

民生保险建立了较为全面的风险管理体系, 形成了由各业务职能部门及分支机构、风险合规部、审计监察部组成的三道风险防线。董事会对风险管理负最终责任, 董事会下设风控与合规委员会, 负责领导、组织开展风险合规管理及风险防范工作, 审议风险合规管理的重大事项; 民生保险管理层负责推进落实风险管理各项工作。为了增强风险管理水平, 民生保险成立内控中心, 下设风险合规部和监察审计部, 主要担负民生保险全面风险管理, 其中风险合规部主要负责风险识别、风险预警、风险排查、风险报告与风险应对等; 审计监察部主要负责对民生保险内部控制体系、经营及财务活动等合规性进行监督、检查和评价。

总体来看, 民生保险实行较稳健的经营策略, 目前长期期缴保险产品占比较高, 未来现金流较为稳定, 且在产品设计、风险管控和投资策略方面具有一定优势。但在复杂的市场环境下, 民生保险资金运用难度有所加大, 且随着偿二代监管体系的推出, 民生保险在保险代理人素质和服务水平方面仍有待提升。近年来, 民生保险在巩固现有市场的基础上, 以追求长期回报为出发点, 努力争取在非保险业务领域的战略投资, 目前已涉足金融和不动产领域, 但相关发展战略能否达到预期效果仍有待观察。

B. 互联网金融业务

万向控股从事互联网金融业务的经营主体为通联支付和通联数据股份公司（以下简称“通联数据”）。此外，为完善现有金融体系的基础设施建设，公司将区块链技术作为互联网金融领域的重点发展方向。

a) 第三方支付

通联支付成立于2008年10月，是万向控股、上海国际集团、用友软件、上海国和基金等机构共同出资设立的一家综合支付服务企业，2018年10月，民生保险购买万向控股持有的全部通联支付股股权，成为公司第一大股东。截至2018年末，通联支付注册资本14.6亿元，其中民生保险持有其41.10%股权，为第一大股东。2018年末，通联支付经审计的合并口径总资产为125.92亿元，较上年末下降34.89%，主要系备付金全额上缴政策实施所致，所有者权益25.81亿元；2018年通联支付合并口径营业收入为35.59亿元，较上年增长14.85%，主要来源于创新业务板块银行服务（信用卡还款）业务及保险服务（账户支付）业务的增长；营业成本为22.40亿元，较上年大幅上涨32.08%，主要系“断直连”引起的渠道手续费成本大幅上升以及“备付金全额缴存”导致的相关财务费用增加。受此影响，2018年通联支付实现净利润0.81亿元，较上年下降52.49%。

图表7. 通联支付（母公司）主营收入构成情况（单位：亿元，%）

业务类型	2017年		2018年		2019年一季度	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
商户服务收入	18.67	71.03	15.08	52.59	3.78	41.00
行业服务收入			3.66	12.78	0.99	10.70
普惠金融服务收入	2.43	9.26	2.76	9.63	0.41	4.50
保险服务收入	1.82	6.92	2.52	8.81	0.92	10.04
银行服务收入	1.06	4.03	2.40	8.37	0.51	5.59
金融服务收入	0.81	3.09	0.92	3.21	0.25	2.66
个人服务收入	0.12	0.44	0.12	0.42	0.04	0.43
其他业务收入	1.38	5.23	1.20	4.19	2.31	25.07
合计	26.29	100.00	28.66	100.00	9.21	100.00

资料来源：万向控股

通联支付成立初期主要面向银行、传统百货超市及餐饮类商户等，近年来，客户范围逐步向基金、保险、航空、物流、医疗、休闲和大型集团企业拓展，业务模式亦由以提供传统银行卡收单支付服务为主向提供基于第三方支付科技金融服务转型。

在央行断直连、备付金全额上存等监管政策相继落实⁴以及支付行业竞争日趋激烈的背景下，通联支付大力支持网络支付业务和移动支付业务的发展，

⁴ 2018年，央行相继出台《中国人民银行支付结算司关于将非银行支付机构网络支付业务由直

积极开拓扫码付小微客户及行业客户。此外，公司在银行信用卡还款一二类账户验证服务、保险账户支付业务以及消费分期和基金等理财产品销售等业务创新上取得一定成效。2017 年以来，通联支付以商户服务为主的传统支付收入占比趋于下降，而以银行服务、保险服务为主的创新型业务占比有所上升。

通联支付的商户服务业务在传统的银行卡受理业务基础上，为商户提供聚合支付体系服务，实现银行卡支付、扫码支付等主流支付方式一并接入。2018 年，通联支付共实现 138 万小微商户，新增 22 万零售服务业商户，新增 6 万移动支付商户。同期，通联支付银行卡交易金额 1.75 万亿元，同比增长 8%；扫码支付交易量 2800 亿元，同比增长 87%；网络支付交易金额 3.40 万亿元，同比增长 13%。但在竞争激烈的市场环境下，2018 年通联支付该类业务收入较上年有所下降。

通联支付银行服务业务主要通过还款通、金服通和验证通等产品占领市场，其中，还款通为跨行还款服务平台，金服通平台持卡人综合服务平台，验证通为一二类账户验证业务平台。2018 年，通联支付实现新增还款通新增合作机构 5 家、金服通新增合作机构 5 家、验证通新增合作机构 10 家，该类业务收入较上年上涨 126.41%至 2.40 亿元。

保险服务业务板块，通联支付陆续上线了银保通、金服宝等产品，为合作机构提供保费代收、理赔代付以及佣金代发等线上线下多样化产品。2018 年，通联支付实现保险服务业务交易笔数 1.62 亿笔，交易金额 1.03 万亿元，实现资金类业务交易金额 1.78 亿元，全年该类业务实现 2.52 亿元，较上年上涨 38.46%。

总体来看，在监管趋严及行业竞争日趋激烈的大背景下，通联支付传统支付业务规模有所下降，业务开展成本有所上升。为此，公司积极拓展创新业务并取得一定成效，但该类业务经营稳定性有待检验。

b) 金融数据服务

通联数据成立于 2013 年 12 月，由万向控股全额出资设立，注册资本 3.00 亿元。作为一家高科技创新企业，通联数据主要利用前沿科学技术，收集各类金融数据和信息，加以归纳和整合，构建大数据收集管理服务平台，为不同类型的投资者提供专业服务。

通联数据的产品主要分为基础大数据整合、人机交互智能分析量化投资平台和资产管理云服务三类，用户可根据自身需求，定制个性化产品。客户主要为国内外私募基金、公募基金和证券公司等机构投资者，目前，通联数据已与工商银行、招商银行、中信证券、长江证券和博时基金等达成合作意向。此外，通联数据还通过向万向控股旗下基金公司、资产管理公司等提供

连模式迁移至网联平台处理的通知》以及《关于支付机构客户备付金全部集中交存有关事宜的通知》，明确推行“断直连”及备付金 100%集中交存政策，并要求各支付机构于 2019 年 1 月 14 日前实现集中存交。

基础数据、量化投资等服务，支持其投资业务的开展，积极发挥公司系统内各子公司之间的协同作用。目前，通联数据仍处于前期投入阶段，2018 年实现营业收入 0.34 亿元，尚未产生盈利。

c) 区块链技术

区块链技术是比特币背后的技术基础，其本质是去中心化，且寓于分布式结构的数据存储、传输和证明方法，运用数据区块，能够取代互联网对中心服务器的依赖，使得所有数据变更、交易项目都记录在云系统之上。该项技术超越了传统意义上需要依赖中心的信息验证范式，降低了“信用”建立成本，是分布式人工智能的一种新形势，将建立人脑智能和机器智能的全新接口和共享界面。

为确保在区块链市场占据先机，该公司于 2015 年 8 月设立一支 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。海外项目方面，截至本评级报告出具日，该基金在全球范围内共投资区块链及其相关产业创业公司 54 家，投资规模 0.5 亿美元，具体投资项目包括公证通(Factom)、Symbiont 和 Everledger 等。

国内项目方面，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阵元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，为了形成自主研发区块链技术的实力，该公司还投资 1 亿元人民币设立了上海万向区块链股份公司(以下简称“万向区块链公司”)。目前，公司在区块链技术领域的直接投资已经超过 6 亿元人民币。

总体来看，该公司互联网金融业务经营时间较长，营销网点布局较广，近几年收入保持稳定增长，但受行业监管趋严影响，第三方支付业务增速放缓，业务转型效果有待观察，且行业内公司数量较多，面临较大的竞争压力。

C. 其他业务

万向控股金融板块的其他业务主要包括信托、融资租赁、期货等。信托、融资租赁和期货业务分别由万向信托有限公司(以下简称“万向信托”)、万向租赁有限公司(以下简称“万向租赁”)和通惠期货有限公司(以下简称“通惠期货”)负责运营。此外，公司及子公司还参股了浙商银行(民生保险持股 4.29%)、中国银联(1.19%)等金融、类金融企业。

信托方面，截至 2018 年末，万向信托自有业务总资产 38.86 亿元，净资产 29.39 亿元，2018 年万向信托实现营业总收入 10.44 亿元，与上年同期基本持平，其中投资收益 2.09 亿元，净利润 5.05 亿元。信托业务方面，万向信托主动管理型信托业务占比相对较低，截至 2018 年末，万向信托信托资产规模合计 1694.32 亿元，较上年末下降 10.88%，其中主动管理型占比为 31.62%。新增项目方面，2018 年万向信托新增信托项目 358 个，新增项目金额 766.7 亿元，其中主动管理型业务占比为 47.13%。从具体投向来看，万向信托自有业务主要投向为金融机构，2018 年末占比为 31%；信托业务主要投向为基础产业、房地产业、工商企业和金融机构，占比较为平均。

融资租赁方面，2018 年末，万向租赁合并口径总资产 15.40 亿元，净资产 4.07 亿元；2018 年实现营业收入 1.26 亿元，其中设备租赁业务占比 52%，智能租赁业务占比 10%，汽车租赁业务占比 38%，实现净利润 0.12 亿元，较上年同期上涨 0.10 亿元。万向租赁客户以制造类企业为主，在传统制造业经营压力普遍增大的情况下，万向租赁相应加快业务结构的转型和提高，不断提升服务业客户比重，并重点探索汽车金融、新能源、智能装备、智能物流、食品冷链和通用装备等业务领域的创新，创造新的利润来源。

期货业务方面，通惠期货目前已拥有商品期货经纪业务、金融期货经纪业务和金融交易结算会员资格，并为中国期货交易所交易结算会员。随着民生保险金融综合平台的逐步搭建，2015 年，通惠期货进行股权变更事项，由原股东通联资本管理有限公司和通联创业投资有限公司将其持有通惠期货合计 40% 的股权转让给民生保险。⁵ 2018 年，通惠期货实现营业收入 0.16 亿元，当年未实现正盈利，主要系当年通惠期货利息收入下降。

(2) 实业投资

A. 清洁能源行业

万向控股从事清洁能源业务的经营主体为普星聚能，注册资本为 35 亿元，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。

B. 矿产行业

万向控股从事矿产业务的经营主体主要为新疆硝石钾肥公司（以下简称“新疆硝石钾肥”）和洛阳氟钾科技股份公司（以下简称“洛阳氟钾”）。受该公司同一控制人下属公司内部资源重整影响，上述两家公司均于 2017 年转让给万向三农集团有限公司。2018 年，公司将其所持有的洛阳万嵩钾业有限公司

⁵ 截至 2016 年末，通惠期货注册资本为 1.25 亿元，其中万向控股持股 60%，民生人寿持股 40%。

司全部股权转让给万向三农集团有限公司，转让协议价格为 1000 万元。至此，公司矿业板块主体均已全部转出。

3. 财务质量

跟踪期内，受实业板块股权转让以及保险业务收入下滑影响，该公司主营业务收入略有下降，但得益于投资收益增加，公司营业总收入仍呈上升态势。受利息支出大幅增加及民生保险退保金上升影响，公司盈利水平有所下滑。整体而言，公司盈利对民生保险的投资收益依赖度较高，受市场环境变化影响，相关投资收益和公允价值变动收益存在较大波动性，影响了公司盈利的稳定性。

2016-2018 年及 2019 年一季度，该公司营业总收入分别为 201.64 亿元、209.22 亿元、220.69 亿元和 71.96 亿元，2018 年，由于保险业务收入有所下降（主要系民生保险公允价值变动收益同比下降 162.55%）以及清洁能源及矿产业务的划转，公司主营业务收入较上年下降 1.38%。但得益于投资收益的增加，公司营业总收入仍呈上升态势。

图表 8. 2016 年以来公司营业总收入结构及变化趋势（单位：亿元）

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年一季度
主营业务收入	197.66	198.94	196.19	70.11
其中：保险业务收入	152.95	147.81	145.86	54.07
互联网金融服务业务收入	27.23	31.24	35.92	13.47
信托、期货及租赁业务收入	10.96	11.44	11.52	2.57
清洁能源业务收入	5.01	5.7	2.87	-
矿产业务收入	1.47	2.75	-	-
其他业务收入	3.98	10.28	24.50	1.85
营业总收入	201.64	209.22	220.69	71.96

资料来源：万向控股

注 1：营业总收入=营业收入+利息收入+已赚保费+手续费及佣金收入+公允价值变动收益+投资收益

注 2：各板块业务收入=本板块营业收入+本板块公允价值变动收益+本板块投资收益

注 3：其他业务收入=母公司分红收入+股转让收益

图表 9. 2018 年公司各分部营业利润结构（单位：亿元）

报表项目	民生保险	万向信托	通联支付
一、营业总收入	151.75	10.44	35.75
其中：营业收入	114.14	0.05	35.59
利息收入	-	0.16	-
手续费及佣金净收入	-	8.14	-
公允价值变动收益	-4.34	-	0.09
投资收益	36.07	2.09	0.07

报表项目	民生保险	万向信托	通联支付
二、营业总成本	147.93	3.76	35.38
其中：营业成本	12.06	-	22.40
利息支出	-	0.27	-
财务费用	0.01	-	0.56
退保金	37.52	-	-
资产减值损失	2.39	0.11	0.74
三、营业利润	3.83	6.69	0.55

资料来源：万向控股

从收入构成来看，该公司收入主要来源于保险业务和互联网金融服务业务。2016-2018年及2019年一季度，民生保险实现保险业务收入152.95亿元、147.81亿元、145.86亿元和54.07亿元，占同期公司主营业务收入的比重在75%左右；互联网金融服务业务（主要经营主体为通联支付）实现营业收入27.23亿元、31.24亿元、35.92亿元和13.47亿元，占比在15%以上。其他业务收入主要来自母公司的分红收入和股权转让投资收益，2016-2018年及2019年一季度分别为3.98亿元、10.28亿元、24.50亿元和1.85亿元。

2016-2018年及2019年一季度，该公司营业成本分别为149.62亿元、136.76亿元、139.08亿元和71.96亿元。2018年公司营业成本有所上升，主要系互联网金融服务业务营业成本上升所致。公司营业成本主要来自保险业务和第三方支付业务，2018年分别占营业成本的82.38%和16.35%。

从期间费用来看，该公司2016-2018年及2019年一季度期间费用分别为35.01亿元、37.27亿元、52.73亿元和8.03亿元，占同期营业总收入的比重分别为17.36%、17.81%、23.89%和11.61%，2018年，公司期间费用占比有所上升，主要系公司归还万向集团公司永续债时支付全部利息，财务费用快速上升所致。2016-2018年及2019年一季度公司管理费用（包括业务及管理费科目及管理费用科目）分别为27.20亿元、28.40亿元、28.42亿元和5.59亿元，主要系民生保险职工薪酬和租赁费等相关费用金额较高所致。公司利息支出较大，2016-2018年及2019年一季度财务费用分别为0.69亿元、2.34亿元、17.12亿元和0.73亿元，2018年财务费用同比增加14.78亿元，其中归还万向集团利息支出14.98亿元。2016-2018年及2019年一季度，公司资产减值损失分别为0.35亿元、1.66亿元、3.23亿元和0.03亿元，2017年公司确认资产减值损失1.66亿元，主要系普星聚能下属子公司转让产生的1.05亿元商誉减值。2018年公司资产减值损失主要为民生保险计提的可供出售金融资产减值损失。

从投资收益来看，2016-2018年及2019年一季度，该公司投资收益分别为34.20亿元、36.53亿元、56.35亿元和8.56亿元，2016年投资收益同比下降33.76%，主要是民生保险金融资产（主要为基金及资管产品）转让产生亏损所致。2017年，公司投资收益与上年基本持平，其中金融资产转让亏损较上年同期上升5.03亿元，主要系公司投资的基金产品因持有期间分红后转让

产生亏损所致⁶。2018 年投资收益显著上升主要系公司本部转让普星聚能及浙商银行股份和民生保险投资固定收益类产品取得的利息收入上升所致。

图表 10. 2016-2018 年及 2019 年一季度公司投资收益构成情况（单位：亿元，%）

项目	2016 年		2017 年		2018 年		2019 年一季度	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
金融资产转让	-10.41	-30.45	-15.44	-42.27	-2.87	-5.09	1.73	20.21
投资分红及股利收入	21.00	61.41	21.44	58.71	2.45	4.35	0.62	7.24
长期股权投资处置	-2.61	-7.64	-1.06	-2.89	15.11	26.82	-	-
利息收入	20.37	59.55	25.13	68.81	34.15	60.60	6.10	71.26
权益法确认的收入	5.15	15.05	4.46	12.22	5.22	9.27	-	-
其他	0.71	2.08	1.98	5.43	2.29	4.06	0.11	1.29
合计	34.20	100.00	36.53	100.00	56.35	100.00	8.56	100.00

资料来源：万向控股

2016-2018 年及 2019 年一季度，该公司营业利润分别为 11.54 亿元、20.06 亿元、12.95 亿元和 13.28 亿元，净利润分别为 9.34 亿元、11.72 亿元、11.94 亿元和 12.92 亿元。2017 年，民生保险调整债券投资策略，使得当期公允价值变动净收益较上年同期上升 14.79 亿元至 6.75 亿元，2017 年营业利润和净利润同比分别上升 73.75% 和 25.45%。2018 年营业利润及净利润较上年均有不同程度下降，主要系公司本部当年财务费用大幅上升以及民生保险退保金规模上升所致，2018 年，民生保险退保金为 37.52 亿元，较上年上升了 19.63 亿元。2018 年公司净资产收益率和总资产报酬率分别为 6.30% 和 2.37%，较上年分别上升 0.02 个百分点和 0.71 个百分点。2019 年一季度，公司营业利润和净利润较上年同期均大幅上升，主要系民生保险投资收益增加所致。

整体来看，该公司金融板块主营业务突出，目前保险和第三方支付业务可为其带来大额且相对稳定的收入，此外，信托等其他金融业务对公司收入的贡献逐渐提升。公司盈利对民生保险的投资收益依赖度较高，受市场环境变化影响，相关投资收益和公允价值变动收益存在较大波动性，影响了公司盈利的稳定性。

2016-2018 年末及 2019 年 3 月末，该公司合并口径所有者权益分别为 163.94 亿元、209.03 亿元、169.73 亿元和 184.99 亿元，得益于持续的经营积累，公司自有资本实力不断增强。2018 年末，公司净资产较上年末下降 39.30 亿元，主要系公司偿还万向集团永续债所致。从净资产构成看，2018 年末公司所有者权益中实收资本、资本公积、未分配利润和少数股东权益分别占比 7.07%、14.49%、19.44% 和 58.40%。公司少数股东权益占比较高，主要为民生保险、通联支付其他股东所持有的少数股东权益。

2016-2018 年末及 2019 年 3 月末该公司负债总额分别为 942.49 亿元、1076.15 亿元、1111.46 亿元和 950.90 亿元，同期末公司资产负债率分别为

⁶ 该业务产生的基金分红收益计入投资收益—其他行业非经常性收益—投资分红及股票收入，基金产品转让后产生的亏损计入投资收益—其他行业非经常性收益—金融资产转让。

85.18%、83.74%、86.75%和83.71%。近年来，公司负债经营程度均维持在较高水平，主要由于保险公司计提保险责任准备金金额较大，符合行业经营特征。

从债务结构来看，该公司流动负债比重相对较高，2016-2018年末及2019年3月末分别占负债总额的79.17%、82.05%、80.92%和80.10%。2018年末公司负债主要分布于民生保险的保险合同准备金、卖出回购金融资产、保户储金及投资款和其他流动负债（主要为通联支付往来资金结算款），占年末负债总额的比例分别为45.66%、19.52%、10.35%和6.44%。

2018年末，该公司合并口径刚性债务余额为81.04亿元，较年初下降7.95亿元，占年末负债总额的7.29%。其中短期借款、应付票据、一年内到期的长期借款、长期借款、应付债券和其他中长期刚性债务分别为14.28亿元、1.28亿元、0.80亿元、6.75亿元、53.83亿元和4.10亿元，较2017年末分别变动-0.42亿元、-0.30亿元、-1.96亿元、-19.21亿元、15.00亿元和-1.29亿元。公司于2018年发行15.00亿元公司债券，用于置换长期借款，同期末公司应付债券上升，长期借款明显下降，其他中长期刚性债务主要为应付融资租赁款。2019年3月末，公司刚性债务规模为94.40亿元，较年初增加13.36亿元，主要系短期借款较年初增加13.26亿元，其中短期刚性债务占负债总额的比重为29.18%，即期偿债压力不大。

2018年末，该公司母公司口径刚性债务余额28.40亿元，其中短期借款和应付债券分别为4.50亿元和23.90亿元；2019年3月末，公司母公司口径刚性债务余额为36.90亿元，其中短期借款较年初增加8.50亿元。

图表 11. 公司刚性债务结构（单位：亿元）

项目	2018年末		2019年3月末	
	母公司	合并口径	母公司	合并口径
短期借款（含一年内到期的长期借款）	4.50	15.08	13.00	27.55
长期借款	-	6.75	-	9.80
应付债券	23.90	53.83	23.90	53.84
应付融资租赁款	-	4.10	-	3.22
合计	28.40	81.04	36.90	94.40

资料来源：万向控股

金融机构融资是该公司重要的融资方式之一。2016-2018年末，公司银行借款余额分别为60.16亿元、43.43亿元和21.83亿元。从借款方式看，公司银行借款以信用借款为主。从承债主体看，公司短期借款主要由通联支付筹措，长期借款主要由万向租赁和通联支付筹措。

图表 12. 公司 2018 年末银行借款情况（单位：亿元）

借款类别	短期借款	一年内到期的非流动负债	长期借款	合计
信用借款	14.28	0.80	6.75	21.83
保证借款	-	-	-	-
抵押借款	-	-	-	-
合计	14.28	0.80	6.75	21.83

资料来源：万向控股 2018 年度审计报告

截至 2018 年末，该公司为浙江东海德迦风力发电有限公司、琥珀(安吉)燃机热电有限公司和新疆硝石钾肥有限公司提供对外担保余额合计 4.3 亿元。上述公司自 2018 年 8 月起不再纳入合并范围，公司对其债务提供担保转为对合并范围以外的担保。

图表 13. 截至 2018 年末万向控股关联方担保情况（单位：亿元）

担保对象	担保金额	担保余额	担保期限	担保类型
东海德迦	1.60	1	10 年	保证担保
琥珀燃机	5.97	2.35	10 年	保证担保
新疆硝石钾肥	1.00	0.95	3 年	保证担保

资料来源：万向控股

2016-2018 年及 2019 年一季度，该公司经营活动产生的现金流量净额分别为 159.44 亿元、61.65 亿元、-26.36 亿元和 -5.25 亿元。2016 年，公司经营活动产生的现金流量净额大幅上升，主要系民生保险业务增加、以及通联支付收到的清算资金净额增加所致。2017 年，公司经营活动产生的现金流量净额大幅下降，主要系通联支付收到的清算资金净额下降所致。2018 年，公司经营活动产生现金流转负，主要系民生保险支付退保金增加及子公司通联支付支付的清算资金增加所致。整体看，公司经营性净现金流易受民生保险经营状况及通联支付清算资金净额的增减影响发生变动。

2016-2018 年及 2019 年一季度，该公司投资活动产生的现金流量净额分别为 -122.19 亿元、-168.92 亿元、72.66 亿元和 67.54 亿元，2018 年及 2019 年一季度公司投资性现金流大幅上升，主要系司民生保险调整投资结构所致。

近年来，该公司经营规模扩张和投资力度加大使其资金需求不断上升，公司主要通过银行借款、发行债券、向万向财务公司借款等方式获取融资。2016-2018 年及 2019 年一季度，公司筹资活动产生的现金流量净额分别为 14.63 亿元、100.38 亿元、11.69 亿元和 -9.03 亿元。2018 年公司筹资活动产生的现金流量净额大幅下降，主要系公司归还万向集团永续债所致。

2016-2018 年，该公司 EBITDA 分别为 19.72 亿元、27.08 亿元和 36.37 亿元，对利息支出的保障倍数分别为 8.33 倍、7.63 倍和 1.99 倍。2018 年，公司利息保障倍数下降明显主要系公司归还万向集团永续债全部利息导致利息支出大幅上升所致。

图表 14. 2016-2018 年公司现金流量分析

项目	2016 年	2017 年	2018 年
经营性现金净流入量与流动负债比率 (%)	24.18	7.57	-2.96
经营性现金净流入量与负债总额比率 (%)	19.26	6.11	-2.41
非筹资性现金净流入量与流动负债比率 (%)	5.65	-13.17	5.19
非筹资性现金净流入量与负债总额比率 (%)	4.5	-10.63	4.23
EBITDA/利息支出 (倍)	8.33	7.63	1.99
EBITDA/刚性债务 (倍)	0.14	0.22	0.31

资料来源：万向控股

2016-2018 年末及 2019 年 3 月末，该公司资产总额分别为 1106.42 亿元、1285.18 亿元、1281.19 亿元和 1135.88 亿元。2018 年以来，受到子公司股权转让的影响，公司资产规模略有下降。2018 年末公司流动资产和非流动资产分别占总资产的 52.62% 和 47.38%，与上年占比结构基本一致。

2018 年末该公司流动资产主要分布于货币资金、以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产、买入返售金融资产和其他应收款，分别占年末资产总额的 18.72%、16.72%、10.16% 和 4.28%。货币资金年末余额为 239.86 亿元，货币资金存量较充裕。以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产年末余额为 214.21 亿元，主要为民生保险持有的交易性权益工具投资和交易性债务工具投资，分别占以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产的 32.65% 和 62.64%，该类投资对市场变化较为敏感，其公允价值存在一定波动；买入返售金融资产年末余额较上年末增加 7.12 亿元至 130.23 亿元，主要系民生保险根据当时市场环境情况，增加相关业务规模；其他应收款净额为 39.64 亿元，前五名债务人欠款合计为 6.10 亿元，占其他应收款账面价值的比例为 15.39%，其中金额最大一笔为普星聚能的往来借款，金额为 3.35 亿元。截至 2018 年末，公司共计提其他应收款坏账准备 1.71 亿元。

2018 年末该公司非流动资产主要分布于可供出售金融资产、长期股权投资和其他非流动资产，分别占年末资产总额的 26.59%、5.51% 和 5.00%。可供出售金融资产净额为 340.69 亿元，主要为民生保险投资业务配置的资产，全部按公允价值计量，其中可供出售债券为 299.68 亿元，主要包括金融债和企业债；股权 7.46 亿元，股票、信托产品、银行理财产品、资管产品和基金合计 33.55 亿元。长期股权投资方面，2018 年，公司本部对价出售其所持有的浙商银行股权，实现投资收益 3.15 亿元。

整体来看，该公司业务不断发展，受万向系统内部资源重整影响，2018 年来，公司资产规模略有下降。公司持有的以公允价值计量且变动计入当期损益的金融资产，以及以公允价值计量的可供出售金融资产规模较大，金融资产公允价值波动对其资产规模影响较大。未来随着公司业务规模的扩大和经营实力的增强，公司资产规模仍将有一定提升空间。

该公司与多家银行保持了良好合作关系，获得资金周转与补充的间接融资渠道畅通，具有较强的融资能力。截至 2019 年 3 月末，公司共获得各银行授信额度 211.89 亿元，尚有 177.57 亿元未使用。

跟踪评级结论

跟踪期内，受该公司同一控制人下属公司内部资源重整影响，公司将所持普星聚能和洛阳万嵩钾业有限公司的股份分别全部转让给万向集团和万向三农集团有限公司。2018 年以来，受公允价值变动损失、保险公司退保金及财务费用上升影响，公司盈利出现一定下滑。随着各业务板块的不断发展，公司资产负债水平有所增长，但负债经营程度仍处合理水平。

本评级机构仍将持续关注：（1）新的金融监管政策对该公司作为金融控股公司未来业务发展的影响；（2）人身保险公司理财型产品面临的混业竞争格局对公司保险业务发展的影响；（3）公司保险和互联网金融等业务发展过程中存在的融资需求及融资压力；（4）公司利用民生保险布局非保险领域发展战略的推进情况。

附录一：
主要财务数据及指标表

主要财务数据与指标(合并口径)	2016年	2017年	2018年	2019年一季度
资产总额 [亿元]	1,106.42	1,285.18	1,281.19	1,135.88
货币资金 [亿元]	187.60	181.10	239.86	163.82
刚性债务 [亿元]	159.21	88.99	81.04	94.40
所有者权益 [亿元]	163.94	209.03	169.73	184.99
营业收入 [亿元]	41.62	47.20	45.99	15.05
净利润 [亿元]	9.34	11.72	11.94	12.92
EBITDA [亿元]	19.72	27.08	36.37	15.88
经营性现金净流入量 [亿元]	159.44	61.65	-26.36	-5.25
投资性现金净流入量 [亿元]	-122.19	-168.92	72.66	67.54
资产负债率[%]	85.18	83.74	86.75	83.71
长期资本固定化比率[%]	167.42	149.30	159.02	177.75
权益资本与刚性债务比率[%]	102.97	234.88	209.44	195.95
流动比率[%]	67.46	77.55	74.95	61.80
速动比率[%]	65.67	76.39	73.04	59.45
现金比率[%]	46.38	53.20	50.48	45.42
利息保障倍数[倍]	5.63	5.59	1.67	-
有形净值债务率[%]	732.76	604.98	818.44	627.93
营运资金与非流动负债比率[%]	-123.72	-102.66	-106.27	-153.76
担保比率[%]	-	-	-	-
应收账款周转速度[次]	16.97	17.59	15.59	2.99
存货周转速度[次]	1.90	3.52	4.22	1.60
固定资产周转速度[次]	0.75	0.87	1.10	0.55
总资产周转速度[次]	0.04	0.04	0.04	0.01
毛利率[%]	51.84	25.74	20.18	12.39
营业利润率[%]	27.74	42.50	28.16	87.95
总资产报酬率[%]	1.34	1.66	2.37	-
净资产收益率[%]	5.60	6.28	6.30	-
净资产收益率* [%]	-1.76	6.04	7.62	-
营业收入现金率[%]	89.81	86.39	91.34	95.46
经营性现金净流入与流动负债比率[%]	24.18	7.57	-2.96	-
经营性现金净流入量与负债总额比率[%]	19.26	6.11	-2.41	-
非筹资性现金净流入与流动负债比率[%]	5.65	-13.17	5.19	-
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	4.50	-10.63	4.23	-
EBITDA/利息支出[倍]	8.33	7.63	1.99	11.29
EBITDA/刚性债务[倍]	0.14	0.22	0.43	-

注：根据万向控股经审计的2016-2018年及未经审计的2019年一季度财务数据整理、计算。

附录二：

各项财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
资产负债率(%)	期末负债合计/期末资产总计×100%
长期资本固定化比率(%)	期末非流动资产合计/(期末负债及所有者权益总计-期末流动负债合计)×100%
权益资本与刚性债务比率(%)	期末所有者权益合计/期末刚性债务余额×100%
流动比率(%)	期末流动资产合计/期末流动负债合计×100%
速动比率(%)	(期末流动资产合计-期末存货余额-期末预付账款余额-期末待摊费用余额)/期末流动负债合计×100%
现金比率(%)	[期末货币资金余额+期末交易性金融资产余额+期末应收银行承兑汇票余额]/期末流动负债合计×100%
利息保障倍数(倍)	(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/(报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息支出)
有形净值债务率(%)	期末负债合计/(期末所有者权益合计-期末无形资产及商誉余额-期末长期待摊费用余额-期末待摊费用余额)×100%
营运资金与非流动负债比率(%)	(期末流动资产合计-期末流动负债合计)/期末非流动负债合计×100%
担保比率(%)	期末未清担保余额/期末所有者权益合计×100%
应收账款周转速度(次)	报告期营业收入/[(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]
存货周转速度(次)	报告期营业成本/[(期初存货余额+期末存货余额)/2]
固定资产周转速度(次)	报告期营业收入/[(期初固定资产余额+期末固定资产余额)/2]
总资产周转速度(次)	报告期营业收入/[(期初资产总计+期末资产总计)/2]
毛利率(%)	1-报告期营业成本/报告期营业收入×100%
营业利润率(%)	报告期营业利润/报告期营业收入×100%
总资产报酬率(%)	(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/[(期初资产总计+期末资产总计)/2]×100%
净资产收益率(%)	报告期净利润/[(期初所有者权益合计+期末所有者权益合计)/2]×100%
净资产收益率*(%)	报告期归属于母公司所有者的净利润/[(期初归属母公司所有者权益合计+期末归属母公司所有者权益合计)/2]×100%
营业收入现金率(%)	报告期销售商品、提供劳务收到的现金/报告期营业收入×100%
经营性现金净流量与流动负债比率(%)	报告期经营活动产生的现金流量净额/[(期初流动负债合计+期末流动负债合计)/2]×100%
经营性现金净流量与负债总额比率(%)	报告期经营活动产生的现金流量净额/[(期初负债总额+期末负债总额)/2]×100%
非筹资性现金净流量与流动负债比率(%)	(报告期经营活动产生的现金流量净额+报告期投资活动产生的现金流量净额)/[(期初流动负债合计+期末流动负债合计)/2]×100%
非筹资性现金净流量与负债总额比率(%)	(报告期经营活动产生的现金流量净额+报告期投资活动产生的现金流量净额)/[(期初负债合计+期末负债合计)/2]×100%
EBITDA/利息支出[倍]	报告期EBITDA/(报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息)
EBITDA/刚性债务[倍]	EBITDA/[(期初刚性债务余额+期末刚性债务余额)/2]

注1. 上述指标计算以公司合并财务报表数据为准；

注2. 刚性债务=短期借款+应付票据+一年内到期的长期借款+应付短期融资券+应付利息+长期借款+应付债券+其他负债中应计入的部分；

注3. EBITDA=利润总额+列入财务费用的利息支出+固定资产折旧+无形资产及其他资产摊销。

附录三：

评级结果释义

本评级机构债务人长期信用等级划分及释义如下：

等 级		含 义
投 资 级	AAA 级	发行人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	发行人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	发行人偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
	BBB 级	发行人偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
投 机 级	BB 级	发行人偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
	B 级	发行人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	发行人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	发行人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	发行人不能偿还债务

注：除 AAA、CCC 及以下等级外，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。

本评级机构中长期债券信用等级划分及释义如下：

等 级		含 义
投 资 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。
投 机 级	BB 级	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
	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。

注：除 AAA 级，CCC 级以下等级外，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。

评级声明

除因本次评级事项使本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构、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。

本评级机构与评级人员履行了评级调查和诚信义务，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。

本跟踪评级报告的评级结论是本评级机构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。

本评级机构的信用评级和其后的跟踪评级均依据评级对象所提供的资料，评级对象对其提供资料的合法性、真实性、完整性、正确性负责。

本跟踪评级报告用于相关决策参考，并非某种决策的结论、建议。

本次跟踪评级的信用等级自本跟踪评级报告出具之日起至被评债券本息的约定偿付日有效。在被评债券存续期内，新世纪评级将根据《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象实施跟踪评级并形成结论，决定维持、变更、暂停或中止评级对象信用等级。

本评级报告所涉及的有关内容及数字分析均属敏感性商业资料，其版权归本评级机构所有，未经授权不得修改、复制、转载、散发、出售或以任何方式外传。

本次评级所依据的评级技术文件

- 《新世纪评级方法总论》（发布于 2014 年 6 月）

上述评级技术文件可于新世纪评级官方网站查阅。