

联合资信评估有限公司

承诺书

本机构承诺出具的中国长城资产管理股份有限公司2018年二级资本债券信用评级报告不存在虚假记载、误导性陈述或重大遗漏，并对其真实性、准确性及完整性负责。

联合资信评估有限公司

二零一八年三月十六日



信用等级公告

联合[2018] 461 号

联合资信评估有限公司通过对中国长城资产管理股份有限公司主体长期信用状况及拟发行的 2018 年二级资本债券（不超过人民币 75 亿元）进行综合分析和评估，确定

中国长城资产管理股份有限公司

主体长期信用等级为 AAA

2018 年二级资本债券信用等级为 AAA

评级展望为稳定

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一八年三月十六日



中国长城资产管理股份有限公司

2018年二级资本债券信用评级报告

评级结果

主体长期信用等级：AAA

二级资本债券信用等级：AAA

评级展望：稳定

评级时间：2018年3月16日

主要数据

项 目	2017年 9月末	2016年末	2015年末	2014年末
资产总额(亿元)	5906.91	4868.99	3674.88	2714.49
负债总额(亿元)	5305.85	4362.26	3251.28	2387.71
所有者权益(亿元)	601.06	506.73	423.59	326.78
资产负债率(%)	89.82	89.59	88.47	87.96
EBITDA(亿元)	-	226.72	210.02	147.68
EBITDA利息倍数(倍)	-	1.85	1.61	1.71
全部债务/EBITDA(倍)	-	13.76	11.51	15.12
资本充足率(%)	13.53	14.35	14.20	13.76

项目	2017年 1-9月	2016年	2015年	2014年
营业收入合计(亿元)	254.37	292.99	307.62	231.01
利润总额(亿元)	82.52	99.45	77.91	60.46
净利润(亿元)	66.98	89.68	73.67	58.80
平均资产收益率(%)	-	2.10	2.31	2.87
平均净资产收益率(%)	-	20.34	20.24	21.09

数据来源：中国长城资产审计报告，联合资信整理。

注：1.资本充足率为母公司口径；2.2017年9月末财务报表未经审计。

分析师

刘睿 张甲男 陈龙泰

电话：010-85679696

传真：010-85679228

邮箱：lianhe@lhratings.com

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

评级观点

中国长城资产管理股份有限公司（以下简称“中国长城资产”或“公司”）前身为中国长城资产管理公司，成立于1999年10月，是经国务院批准，为应对亚洲金融危机、化解金融风险、促进国有银行和国有企业改革发展而组建的一家金融资产管理公司。公司成立以来，先后收购、管理和处置金融机构及非金融机构不良资产超过万亿元，形成了较为丰富的资产管理处置经营和专业化的资产管理运作团队。2016年12月，公司完成股份制改革，股权结构得到优化，资本实力进一步增强；控股股东为财政部，能够得到中央政府的支持。公司以不良资产经营为核心业务，近年来在核心业务快速发展的同时搭建了涵盖银行、证券、信托、租赁、保险等业务在内的多元化经营平台；盈利水平较好，资本保持充足水平。联合资信评估有限公司评定中国长城资产管理股份有限公司主体长期信用等级为AAA，拟发行的2018年二级资本债券（不超过人民币75亿元）信用等级为AAA，评级展望为稳定，该评级结论反映了中国长城资产管理股份有限公司拟发行二级资本债券的违约风险极低。

优势

- 作为财政部控股的四家国有金融资产管理公司之一，能够得到中央政府支持；完成股份制改革，股权结构得到优化，公司治理水平得到提升；
- 拥有不良资产管理的专业优势，业务网络广泛，市场竞争力强，行业地位显著；
- 主营业务快速发展，业务规模较快上升，盈利水平较好；
- 股改后资本实力得到提升，资本充足；

- 公司持续推进商业化转型，搭建了涵盖资产管理、银行、证券、信托、租赁、保险在内的多元化经营平台，综合化经营水平较高，为未来持续发展奠定了基础。

关注

- 业务快速发展对资金的需求加大，公司债务规模较大，财务杠杆水平较高；
- 投资资产规模较大，相关风险需关注；
- 公司业务涉及多个金融子行业，多元化经营对整个集团风险管控能力提出挑战。

声 明

一、本报告引用的资料主要由中国长城资产管理股份有限公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对以上资料的真实性、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。

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、本次信用评级结果的有效期为本次债项的存续期；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。

中国长城资产管理股份有限公司

2018 年二级资本债券信用评级报告

一、公司概况

中国长城资产管理股份有限公司（以下简称“中国长城资产”或“公司”）前身为成立于 1999 年 10 月的中国长城资产管理公司，是经国务院批准，为应对亚洲金融危机、化解金融风险、促进国有银行和国有企业改革发展而组建的一家金融资产公司，由财政部投资设立。作为四家国有资产管理公司之一，公司成立之初的主要任务是收购、管理和处置国有银行剥离的不良资产。2015 年 8 月，公司根据财政部要求，以 2015 年 6 月 30 日为财务重组基准日进行整体改制，于 2016 年 12 月完成股份制改革，并正式挂牌成立，实现了由政策性金融机构向现代股份制企业的转变。其中，财政部以原中国长城资产管理公司的重估净资产出资 418.56 亿元（包含 100.01 亿元的原始股本与 318.55 亿元的储备转增资本）；全国社会保障基金理事会出资 8.63 亿元；中国人寿保险（集团）公司出资 4.31 亿元。截至 2017 年 9 月末，公司注册资本增至 431.50 亿元，股东持股情况见表 1。公司第一大股东与实际控制人均为财政部，持股比例为 97.00%。

表 1 股东持股比例 单位：%

股东名称	持股比例
中华人民共和国财政部	97.00
全国社会保障基金理事会	2.00
中国人寿保险（集团）公司	1.00
合计	100.00

数据来源：中国长城资产提供，联合资信整理。

公司经营范围包括：收购、受托经营金融机构不良资产，对不良资产进行管理、投资和处置；债权转股权，对股权资产进行管理、投资和处置；对外投资；买卖有价证券；发行金融债券、同业拆借和向其它金融机构进行商业

融资；破产管理；财务、投资、法律及风险管理咨询和顾问业务；资产及项目评估；经批准的资产证券化业务、金融机构托管和关闭清算业务；非金融机构不良资产业务；吸收公众存款和发放贷款业务、金融租赁业务、保险业务、证券业务、信托业务、基金管理业务、资产管理业务、房地产开发业务以及银监会或其他监管机构批准的其他业务等。

截至 2016 年末，公司在全国 30 个省、自治区、直辖市和香港特别行政区设有 31 家分公司和 1 家业务部；拥有长城国兴金融租赁有限公司（以下简称“长城国兴金融租赁”）、长生人寿保险有限公司（以下简称“长生人寿”）、长城国瑞证券有限公司（以下简称“长城国瑞证券”）、长城华西银行股份有限公司（以下简称“长城华西银行”）、长城国富置业有限公司（以下简称“长城国富置业”）、长城融资担保有限公司（以下简称“长城融资担保”）、长城国融投资管理有限公司（以下简称“长城国融投资”）、长城新盛信托有限公司（以下简称“长城新盛信托”）等共计 19 家控股公司；公司拥有员工（含下属子公司）6230 人。

截至 2016 年末，公司资产总额（合并口径）4868.99 亿元，负债总额 4362.26 亿元，所有者权益 506.73 亿元（其中少数股东权益 47.51 亿元）。2016 年，公司实现营业收入 292.99 亿元，实现净利润 89.68 亿元。

截至 2016 年末，母公司资产总额 3053.37 亿元，负债总额 2560.19 亿元，所有者权益 493.17 亿元。2016 年，母公司实现营业收入 191.45 亿元，实现净利润 78.98 亿元。

截至 2017 年 9 月末，公司资产总额（合并口径）5906.91 亿元，负债总额 5305.85 亿元，所有者权益 601.06 亿元（其中少数股东权益 67.78 亿元）。2017 年 1~9 月，公司实现营业收入

入 254.37 亿元，实现净利润 66.98 亿元。

截至 2017 年 9 月末，母公司资产总额 3792.91 亿元，负债总额 3250.66 亿元，所有者权益 542.25 亿元。2017 年 1~9 月，母公司实现营业收入 161.52 亿元，实现净利润 40.11 亿元。

注册地址：北京市西城区月坛北街 2 号

法定代表人：沈晓明

二、本次债券概况

1. 本次二级资本债券概况

本次二级资本债券拟发行规模不超过 75 亿元，具体发行条款以发行人与主承销商共同确定并经主管部门审批通过的内容为准。

2. 本次债券性质

本次二级资本债券本金和利息的清偿顺序在一般债权人之后，股权资本、其他一级资本工具和混合资本债券之前；本次二级资本债券与发行人已发行的与本次二级资本债券偿还顺序相同的其他次级债务处于同一清偿顺序，与未来可能发行的与本次二级资本债券偿还顺序相同的其他二级资本工具同顺位受偿。除非发行人进入破产清算程序，投资者不得要求发行人加速偿还本次二级资本债券的本金和利息。

当触发事件发生时，发行人有权在无需获得债券持有人同意的情况下自触发事件发生日次日起不可撤销地对本次二级资本债券以及已发行的其他本金减记型一级资本工具的本金进行全额减记，任何尚未支付的累积应付利息亦将不再支付。当债券本金被减记后，债券即被永久性注销，并在任何条件下不再被恢复。触发事件指以下两者中的较早者：（1）银监会认定若不进行减记，发行人将无法生存；（2）相关部门认定若不进行公共部门注资或提供同等效力的支持，发行人将无法生存。触发事件发生日指银监会或相关部门认为触发事件已经发生，并且向发行人发出通知，同时发布公告的日期。触发事件发生后两个工作日内，发行

人将就触发事件的具体情况、本次二级资本债券将被减记的金额、减记金额的计算方式、减记的执行日以及减记执行程序予以公告，并通知本次二级资本债券持有人；减记执行日的前一个工作日，发行人将本次二级资本债券的减记通知送达银行间市场清算所股份有限公司，并授权银行间市场清算所股份有限公司在减记执行日进行债权注销登记操作。

3. 本次债券募集资金用途

本次债券的募集资金将依据法律和主管部门的批准用于补充公司二级资本，提升资本充足率，增强公司的营运能力，支持主营业务持续稳健发展，提升公司抗风险能力和盈利能力。

联合资信认为，二级资本债券是被中国银监会认可的二级资本工具，可用于补充附属资本。二级资本债券设有全额减记条款，一方面，二级资本债券具有更强的资本属性和吸收损失的能力，另一方面，一旦触发全额减记条款，二级资本债券的投资者将面临较大的损失。但是，二级资本债券减记触发事件不易发生。

三、营运环境

1. 宏观经济环境分析

2016 年，全球经济维持了缓慢复苏态势。在相对复杂的国际政治经济环境下，我国实施积极的财政政策，实际财政赤字率 3.8%，为 2003 年以来的最高值；稳健的货币政策更趋灵活适度，央行下调人民币存款准备金率 0.5 个百分点，并运用多种货币政策工具，引导货币信贷及社会融资规模合理增长，市场资金面保持适度宽松，人民币汇率贬值压力边际减弱。上述政策对经济平稳增长发挥了重要作用。2016 年，我国 GDP 实际增速为 6.7%（见表 2），经济增速稳中趋缓。具体来看，农业生产形势基本稳定，工业生产企稳向好，服务业保持快速增长，支柱地位进一步巩固，三大产业结构继续改善；固定资产投资增速略有放缓，消费

平稳较快增长，外贸状况有所改善；全国居民消费价格指数（CPI）实现 2.0% 的温和上涨，工业生产者出厂价格指数（PPI）和工业生产者购进价格指数（PIRM）持续回升，均实现转负为正；制造业采购经理指数（PMI）四季度稳步回升至 51% 以上，显示制造业持续回暖；非制造业商务活动指数全年均在 52% 以上，非制造业保持较快扩张态势；就业形势总体稳定。

2017 年 1-9 月，我国继续实施积极的财政政策，加大向公共服务、扶贫、环保等领域的财政支出力度，持续通过减税降费减轻企业负担，规范地方政府发债行为的同时进一步推动地方政府与社会资本合作。通过实施稳健中性的货币政策维持资金面紧平衡，促进经济积极稳妥降杠杆。在上述政策背景下，2017 年前三季度，我国国内生产总值（GDP）增速分别为 6.9%、6.9%、6.8%，经济保持中高速增长；贵州、西藏、重庆等西部地区维持高速增长，山西、辽宁等产能过剩聚集区经济形势持续好转；CPI 稳中有升，PPI 和 PPIRM 保持平稳增长；就业水平相对稳定。

2017 年 1-9 月，我国三大产业保持稳定增长。农业生产形势较好；工业生产有所加快，工业结构进一步优化，工业企业利润保持快速增长；服务业持续快速增长，第三产业对 GDP 增长的贡献率（58.8%）继续提升，产业结构持续改善。

固定资产投资增速有所放缓，高技术制造业投资增速加快。2017 年 1-9 月，我国固定资产投资（不含农户）45.8 万亿元，同比增长 7.5%（实际增速 2.2%），增速较 1-6 月（8.6%）和上年同期（8.2%）均有所放缓。具体来看，房地产调控政策加码的持续效应导致房地产开发投资增速（8.1%）继续放缓，但较上年同期仍有所加快，主要是政策发挥作用的滞后性以及房地产投资项目的周期性所致；基础建设投资增速（15.9%）较 1-6 月和上年同期均有所回落，呈现一定的逆周期特点；受工业去产能持续作用影响，制造业投资（4.2%）继续回落，但高

端装备制造业投资保持较高增速，促进了工业结构的优化。此外，民间投资增速（6.0%）较 1-6 月有所放缓，民间投资信心仍略显不足，但受到政府简政放权、减税降费、放宽民间投融资渠道、拓展 PPP 模式适用范围等鼓励措施的影响，民间投资增速较上年同期明显回升。

居民消费平稳增长，日常生活与升级类消费增长较快。2017 年 1-9 月，我国社会消费品零售总额 26.3 万亿元，同比增长 10.4%，增速与 1-6 月和上年同期均持平。具体来看，受商品房销售保持较快增长的拉动，与居住有关的行业消费仍然保持较高增速；生活用品类和教育、医疗、文化娱乐等升级类消费快速增长；网络销售继续保持高速增长态势，实物商品网上零售额占社会消费品零售总额的比重不断提高。1-9 月，全国居民人均可支配收入 19342 元，同比增长 9.1%（实际增速 7.5%），仍保持较快增速，居民收入的持续较快增长是居民消费持续增长的重要利好因素。

进出口增速有所回落，对部分一带一路沿线国家出口保持快速增长。在世界主要经济体持续复苏带动下，外部需求有所回暖，加之国内经济形势稳中有进、大宗商品价格持续反弹，共同带动了进出口的增长。2017 年 1-9 月，我国货物贸易进出口总值 20.3 万亿元，同比增加 16.6%，但增速较 1-6 月（19.6%）有所回落，外贸进出口基数的抬高或是造成增速回落的重要原因。出口方面，机电产品、传统劳动密集型产品仍为出口主力，部分高附加值机电产品和装备制造产品如汽车、船舶和医疗仪器出口增幅均在 10% 以上；进口方面，铁矿砂、原油和天然气等大宗商品进口量价齐升。

展望未来，全球经济维持复苏将为我国经济增长提供良好的外部环境，但随着美联储缩表计划的开启和年内第三次加息的落地，国际流动性拐点迹象显现，将从多方面对我国经济产生影响。在此背景下，我国将继续实施积极的财政政策和稳健中性的货币政策，深入推进供给侧结构性改革，促进经济转型升级，增强

经济的内生发展动力。具体来看，在经济进入新常态的背景下，投资整体或呈现缓中趋稳态势，但出于加快新旧动能转换及推动经济转型升级的需要，高新技术产业与高端装备制造业的投资有望实现高速增长；随着居民收入的持续增长，未来居民在房地产、汽车和耐用消费品领域的消费潜力将继续释放，消费结构转型升级背景下信息消费、升级类消费等领域将保

持快速增长；受主要经济体复苏形势仍存在不确定性、贸易保护主义和逆全球化等不利因素影响，短期内我国进出口增速或继续放缓。总体来看，由于固定资产投资增速以及进出口增速存在放缓的压力，我国经济增速短期内或将继续放缓，预计2017年全年经济增速将在6.8%左右，实现平稳较快增长；物价运行仍将基本保持平稳，失业率总体保持稳定。

表2 宏观经济主要指标

单位：%/亿美元

项目	2016年	2015年	2014年	2013年	2012年
GDP 增长率	6.7	6.9	7.4	7.7	7.8
CPI 增长率	2.0	1.4	2.0	2.6	2.6
PPI 增长率	-1.4	-5.2	-1.9	-1.9	-1.7
M2 增长率	11.3	13.3	12.2	13.6	13.8
固定资产投资增长率	8.1	10.0	15.7	19.3	20.6
社会消费品零售总额增长率	10.4	10.7	10.9	13.1	14.3
进出口总额增长率	-0.9	-7.0	2.3	7.6	6.2
进出口贸易差额	33523	36865	23489	2592	2311

资料来源：国家统计局、人民银行、Wind 资讯，联合资信整理。
注：2014年、2015年和2016年进出口贸易差额的单位为亿元。

2. 行业分析

公司主营金融资产管理业务，并通过其下属子公司开展包括银行、证券、租赁、人寿保险等在内的金融服务行业业务。

(1) 金融资产管理

我国资产管理公司起步于1999年，当时，我国政府为应对亚洲金融危机、化解银行体系积累的不良资产风险，由财政部出资成立了中国信达资产管理公司、中国长城资产管理公司、中国华融资产管理公司和中国东方资产管理公司四家金融资产管理公司，以发行债券及再贷款的方式，分别购入中国建设银行、中国农业银行、中国工商银行、中国银行等国有商业银行剥离的政策性不良贷款，并管理和处置由此形成的资产。2007年，四家金融资产管理公司完成政策性不良资产的处置任务，标志着四家金融资产管理公司的发展进入了新的阶段。2007年中央金融工作会议明确提出，资产管理公司要转型为“自主经营、自负盈亏、自我发展、自我约束”的“业务有特色、运作规范化”

的综合性非银行金融服务企业。2007年以来四大资产管理公司除接受财政部委托处置部分国有银行损失类贷款之外，陆续开始进行商业化收购不良贷款，同时有选择地对不良资产进行投资，在提高不良资产处置率的同时，各资产管理公司相继进入了证券、保险、信托、金融租赁、信用评级等业务领域，逐步探索多元化业务发展新模式，努力为客户提供综合化金融服务，为实现转型奠定了基础。2010年以来，为适应内外部环境变化的需要，实现可持续发展，各资产管理公司开始探索商业化的转型道路，目前四家金融资产管理公司已经全部完成股份制改革。

2012年，财政部、银监会下发《金融企业不良资产批量转让管理办法》（以下简称“管理办法”）（财金[2012]6号），允许各省、自治区、直辖市人民政府可以批准设立一家地方资产管理公司，开启了地方资产管理公司的新篇章。2016年，银监会下发《关于适当调整地方资产管理公司有关政策的函》（银监办便函〔2016〕

1738 号), 取消了对地方资产管理公司收购不良资产不得对外转让以及受让主体的地域限制, 并允许有意愿的省市增设一家资产管理公司。目前, 地方资产管理公司数量已经达到三十余家, 另外还有多家地方资产管理公司已经获批, 目前处于筹备设立阶段。从股东背景看, 地方资产管理公司以地方国资控股为主, 部分也出现了民营资本的身影, 此外, 四大国有金融资产管理公司也入股了地方资产管理公司。

2016 年 10 月, 国务院发布《关于市场化银行债权转股权的指导意见》, 明确了银行通过向实施机构转让债权、由实施机构将债权转为对象企业股权的方式实现市场化债转股。实施机构包括金融资产管理公司、保险公司以及国有资本投资运营公司等机构, 还允许银行可以通过所属机构或新设机构开展市场化债转股。2016 年 11 月以来, 中国农业银行、中国工商银行、中国建设银行、交通银行、中国银行相继分布公告, 拟设立资产管理公司, 专司市场化债转股业务。目前, 多家银行系资产管理公司已经获批筹建, 此外一些股份制银行也在积极筹备设立资产管理子公司。

至此, 我国资产管理行业形成了国有四家金融资产管理公司、地方资产管理公司、银行系资产管理公司相竞争的新格局。其中, 四家国有金融资产管理公司为财政部控股, 成立时间早, 不良资产管理的经验丰富, 专业优势强。且部分公司已引进战略投资者并且完成上市, 资本实力极强; 银行系资产管理公司主要为国有大型银行设立, 资本实力强, 在市场化债转股中有先天的业务优势, 在宏观经济增速放缓、商业银行不良贷款上升的背景下, 未来市场空间较大; 地方资产管理公司主要为省级(或自治区、直辖市)资产管理公司, 也有少部分地市级资产管理公司。由于地方资产管理公司在区域经济结构调整与转型升级、化解金融风险 and 降低企业财务杠杆率等方面有着至关重要的作用, 并且与地方政府的有着密切关系, 地方资产管理公司在开展业务时会得到地方政府的

支持, 在当地有着较强的市场竞争力。

监管方面, 目前四家国有金融资产管理公司是非银行金融机构, 在国内受银监会的监管, 银监会对资产管理公司的公司治理、内部控制、风险管理以及资本充足性等方面提出监管要求。地方资产管理公司与金融资产管理公司不同, 属于非金融机构, 成立时需获得当地省级政府授权, 目前监管部门主要为当地国资委、金融办、银监会等。此外, 地方资产管理公司的“不良资产批量转让处置业务”的资质需要向银监会申请核准, 而银监会出台的相关政策也会影响地方资产管理公司业务的开展。

中国银监会公布的数据显示, 截至 2016 年 12 月末, 我国商业银行不良贷款余额进一步增长至 14939 亿元, 商业银行不良贷款率上升到 1.76% 的高位。商业银行不良资产总量的不断攀升为不良资产管理行业的发展提供了空间。此外, 2016 年 10 月, 国务院发布了《关于积极稳妥降低企业杠杆率的意见》和《关于市场化银行债权转股权的指导意见》, 提出市场化债转股是降低企业财务杠杆率、化解企业财务风险的重要手段, 也标志着新一轮市场化银行债权转股权大幕的开启。2016 年 12 月, 国家发改委印发了《市场化银行债权转股权专项债券发行指引》, 对债转股专项债券的发行等方面进行了规定, 意在通过为债转股实施机构提供资金补充来推进市场化债转股进程。在国内企业杠杆率高企, 债务风险不断上升的大背景下, 本轮市场化银行债权转股权业务的重启也为资产管理公司提供了广阔的发展空间。

总体来看, 未来我国金融资产管理业务有着较大的发展空间, 但随着市场主体的多元化趋势, 金融资产管理行业的竞争也将更加激烈。

(2) 银行业

根据中国银监会统计数据, 截至 2016 年末, 我国商业银行资产总额 181.69 万亿元, 负债总额 168.59 万亿元, 资产负债规模保持平稳增长; 净利润 1.65 万亿元, 资产利润率 0.98%, 资本利润率 13.38%, 盈利能力持续下降(见表

3)。

2016年，金融体系流动性处于合理充裕水平，为货币信贷的增长创造良好条件，同时得益于政府对基础设施建设的持续投入以及国内房地产市场的回暖带来的居民住房贷款的增长，我国商业银行信贷业务增长压力有所缓解。但受宏观经济持续下行的影响，我国商业银行面临的信用风险加速暴露。根据中国银监会统计数据，截至2016年末，我国商业银行不良贷款余额1.51万亿元，不良贷款率1.74%，信贷资产质量持续恶化；拨备覆盖率176.40%，针对信贷资产计提的贷款减值准备仍处于较充足水平，但计提压力凸显。另一方面，受利率市场化、居民理财意识增强以及互联网金融的发展，传统负债来源存款业务面临的市场竞争压力明显加大，因此商业银行通过上浮存款利率、发行结构化存款产品以及大额存单的方式，促进存款业务的发展，但对存款资金成本形成较大的冲击，导致商业银行净息差水平进一步收窄。

因此，2016年商业银行继续推动经营战略转型，重点发展金融市场业务，提升资金使用效率的同时规避监管对信贷规模的管制、降低资本消耗以及缓解监管指标压力。但同时，监管部门将差别准备金动态调整和合意贷款管理机制升级为宏观审慎评估体系，并对资产管理产品按照底层资产穿透的原则计提相关风险资本，以此强化资本对资产规模扩张的约束机制，一定程度限制了投资类资产规模的增长速度。

另外，得益于央行稳健货币政策下带来的

充足流动性，2016年越来越多的商业银行倾向于发行同业存单缓解负债成本压力。根据wind统计数据，2016年末同业存单发行规模达6.3万亿元。同时，由于存贷款利差的收窄，商业银行更多的采取放大杠杆、增加期限错配程度的操作策略，将资金投资于固定收益类产品，或者通过委外投资业务来提升整体资金收益水平，这在一定程度上对商业银行流动性风险管理提出了更高要求。

盈利能力方面，2016年随着生息资产规模的持续增长，我国商业银行仍能实现较好收益，但受贷款规模增速放缓、净息差水平收窄以及信贷资产质量下行的影响，其盈利水平持续弱化。随着战略转型的推进，资产管理、投资银行等中间业务的发展，传统信贷业务利息收入对营业收入的贡献度进一步下降，中间业务收入比重持续上升。

资本充足性方面，由于盈利水平的下降和核销力度的加大，利润留存对商业银行资本的内生增长作用进一步减弱。2016年，商业银行倾向于通过增资扩股或者发行二级资本工具的方式补充资本，因此二级资本工具发行数量保持增长态势，改善了商业银行的资本状况。根据中国银监会统计数据，截至2016年末，我国商业银行平均核心一级资本充足率为10.75%，平均一级资本充足率为11.25%，平均资本充足率为13.28%，资本较充足。但考虑到信贷资产质量下行和以资本充足率为核心的宏观审慎评估体系实施带来的影响，我国商业银行资本尤其是核心资本仍面临一定的补充压力。

表3 商业银行主要财务数据

单位：万亿元/%

项 目	2016年	2015年	2014年	2013年	2012年
资产总额	181.69	155.83	134.80	118.80	104.60
负债总额	168.59	144.27	125.09	110.82	97.70
不良贷款额	1.51	1.27	0.84	0.59	0.49
净利润	1.65	1.59	1.55	1.42	1.24
资产利润率	0.98	1.10	1.23	1.27	1.28
资本利润率	13.38	14.98	17.59	19.17	19.85
不良贷款率	1.74	1.67	1.25	1.00	0.95
拨备覆盖率	176.40	181.18	232.06	282.70	295.51

存贷比	67.61	67.24	65.09	66.08	65.31
核心资本充足率	-	-	-	-	10.62
资本充足率	13.28	13.45	13.18	12.19	13.25
一级资本充足率	11.25	11.31	10.76	9.95	-
核心一级资本充足率	10.75	10.91	10.56	9.95	-

资料来源：中国银监会，联合资信整理。

（3）证券行业

证券市场是金融市场的重要组成部分，在金融体系中占据重要地位。历经 20 多年的发展，我国证券市场初步形成以股票市场、债券市场及衍生品市场为主的市场格局，市场规模快速扩大，参与主体不断丰富，市场层次建设和监管体制改革取得一定成效。

自 2005 年股权分置改革以来，我国股票市场制度建设逐步完善，股票市场日趋成熟。中小板、创业板的陆续建立、三板市场的升级扩容以及酝酿之中的国际版的后续推出，都将深入地推动证券市场多层次发展。作为证券市场重要的中介机构，证券公司与证券市场的发展相辅相成。一方面，证券公司提供证券市场投融资及投资管理等中介服务；另一方面，作为机构投资者也是证券市场主要的机构参与者。

2016 年以来，在监管部门持续加大行业风险管控力度，且市场交易活跃度下降等因素的影响下，证券公司客户保证金及两融业务规模有所萎缩，行业资产总额有所下降；净资产和净资本保持增长，杠杆率趋稳。据证券业协会统计数据显示，截至 2016 年末，我国共有 129 家证券公司，全行业资产总额 5.79 万亿元，净资产 1.64 万亿元，净资本 1.47 万亿元。

由于业务种类和主要收入来源趋同，证券公司间的同质化竞争激烈。近年来，行业的加速整合使得部分行业领先的公司具备更强大市场竞争力。一批优质证券公司通过增资扩股、合资合作、购并重组、发行上市、发行次级债券等方式进一步扩大资本规模、提升竞争力，行业集中度整体提高。未来随着我国证券业的逐步成熟，业务专业化程度的提高，具有丰富经验和专业化水平较高的大中型证券公司可能

获得更大的竞争优势，行业集中度可能进一步上升。

此外，尽管我国金融业实行分业经营体制，但随着各种创新业务品种和模式的推出，商业银行、保险公司和其他非银行金融机构也在向证券公司传统业务领域渗透，证券公司面临行业竞争加剧的风险。

总体看，随着证券行业进入规范周期，业务创新发展速度将有所放缓，行业进入健康化发展趋势，资本实力、管理水平以及人才储备等因素将是影响证券公司市场竞争力的主要因素。

（4）租赁行业

融资租赁是与银行信贷、直接融资、信托、保险并列的五大金融形式之一，在拉动社会投资、加速技术进步、促进消费增长以及在完善金融市场、优化融资结构、降低金融风险方面具有自己的特点和优势，在国际上已发展成为仅次于资本市场、银行信贷的第三大融资方式。

目前我国有两类融资租赁公司：一类是由银监会批准成立的金融租赁公司，按出资人不同，可分为银行系金融租赁公司和非银行系金融租赁公司，属于非银行金融机构。另一类是由商务部批准成立的租赁公司，主要是由非金融机构设立，注册资本相对较小；按企业形式划分，该类租赁公司可分为内资、中外合资以及外资独资；按照公司背景划分，还可划分为厂商系和独立第三方租赁公司。

自 2009 年总投资 5000 万美元以下的外商投资融资租赁公司的审批权限由商务部下放到省级商务委和国家级经济开发区后，外商投资融资租赁公司的数量每年都有大幅增加。据统计，大约有 2/3 的外商融资租赁公司系由中资

境外机构作为境外投资人而设立的融资租赁公司。由商务部流通业发展司及国家税务总局联合审批和监管的内资融资租赁试点企业数量稳步发展，由于内资试点企业相对来说准入门槛较高，并且有较多由国内具有厂商背景的公司投资设立，因此从总体来说内资试点企业运营和发展前景较好。厂商系租赁公司主要以自产的大型工程机械、医疗设备和印刷设备等作为业务重点领域，融资租赁业务来源比较稳定，但行业集中度风险较高，且容易成为厂商的销售平台，经营风险较大。独立第三方租赁公司的业务模式相对简单，主要限于全额清偿的直接融资租赁模式或者回租赁模式。截至 2016 年末，据中国租赁联盟统计，中国各类融资租赁公司总数达到 7136 家，较年初增加 2628 家，增长 58.30%。其中，金融租赁公司 59 家，较年初增加 12 家；内资租赁公司 205 家，较年初增加 15 家；外商租赁公司 6872 家，较年初增加 2601 家。大多数独立类租赁公司于过去两年间设立，资本化程度低、经营历史较短且行业经验相对有限。

资本市场融资、银行贷款以及融资租赁是企业融资的主要渠道。融资租赁是一种以实物为载体的融资手段和营销方式，与银行传统信贷业务和资本市场融资有着明显的区别，具有自身的优势和特点。首先，企业选取融资租赁方式进行融资时，无须一次性筹措引进设备的所有资金，且能够根据自身财务状况，灵活地选取定期付款的额度、付款周期等。其次，融资租赁具有一定成本优势，担保和抵押方式灵活变通，融资条件相对宽松。再次，企业在整个融资租赁期满时，可以自由地选择退出方式，既可以退租、续租，也可以购买。最后，作为一种新型的企业融资渠道，融资租赁使得企业融资不再局限于传统的融资渠道，可以根据自身的需求，在不同的情况下采取不同的租赁方式来满足对资金的需求。

银行系金融租赁公司依托于母行，具有资金实力雄厚、融资成本低、信用信息完善、客

户群体多等优势，银行系金融租赁公司将其业务发展定位于交通、船舶、大型设备制造业等行业，业务发展更加突出，资产扩张迅速。由于受到资本金和融资渠道的限制，非银行系金融租赁公司多将业务定位于印刷、医疗设备、教育、工程机械等行业。上述行业对融资租赁业务需求旺盛，且相对于飞机、船舶等大型设备来说，一次性投入资金量较小，适合资本金规模较小和融资渠道有限的金融租赁公司。

商务部批准成立的租赁公司普遍缺乏稳定的长期资金来源，融资途径主要依靠股东增资和银行借款，对信托、租赁投资基金、资产证券化等新型融资方式远未充分利用，融资渠道狭窄，且融资成本较高，相对于银行的渠道优势和良好的客户资源，商务部批准成立的融资租赁公司面临较大的挑战。

总体看，作为三大融资手段之一的租赁，具有一定的融资优势，在一定程度上与银行贷款以及资本市场形成了互补。在融资租赁行业内部，金融租赁公司和商务部批准成立的租赁公司在业务定位上存在着较为明显的差别。随着融资租赁行业的不断发展，行业规模的不断扩大，融资租赁行业竞争将日趋激烈。

(5) 人寿保险行业

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，寿险公司资金成本长期来看维持在稳定合理的区间内，寿险产品的吸引力将得到增强。2016 年，我国人身险行业原保费收入 2.22 万亿元，同比增长 36.51%，寿险原保费收入保持强劲增长趋势。其中，普通寿险和健康险业务分别实现原保险保费收入 1.74 万亿元和 0.40 万亿元，同比分别增长 31.72% 和 67.71%。资产方面，寿险公司总资产 12.44 万亿元，较年初增长 25.22%，寿险公司

资产继续保持快速增长。

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，我国寿险产品收入占比维持在较高水平，但占比呈逐年下降的趋势，健康保险占比上升明显，2016年，我国健康险业务占人身险业务的18.18%。由于股票二级市场波动较大，而寿险产品具有最低保证利率且长期以来收益稳定，寿险产品的吸引力不断提升，市场化监管的政策红利逐渐释放，寿险行业持续向好发展。2016年，寿险行业保持快速上升趋势，全年寿险行业共实现总保费收入3.45万亿元，同比增长42.63%；实现原保险保费收入2.17万亿元，同比增长36.78%，增速大幅提高。

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，寿险赔付金额和赔付率逐年上升，健康险赔付金额和赔付率波动较大，意外险赔付金额和赔付率相对稳定。由于保险行业竞争日益激烈，保险公司为保持市场竞争力，逐步压缩承保利润空间，保险公司盈利水平越来越依赖于投资收益。2016年，由于货币政策相对宽松，优质投资资产相对较少，险资频频举牌上市公司，成为资本市场重要的机构投资者。在资金运用规模和收益扩大的同时，相应风险也逐步积聚，各类债务风险开始暴露，险资资产再配置难度加大，投资渠道的拓宽和资本市场的震荡对于保险公司的风控能力以及监管部门的有效监管提出了更大的挑战。截至2016年末，国内保险资金运用余额13.39万亿元，较上年末增长19.78%，国内保险资金运用占保险业总资产的88.56%。从投资资产结构来看，截至2016年末，银行存款与债券投资合计占比50.70%，较2015年末下降5.47个百分点；股票和证券投资基金占比13.28%，下降1.89个百分点；其他投资占比36.02%，上升5.47个百分点。总体看，近年来银行及债券投资规模大，收益相对稳定，仍是保险资金运用最重要资产配置选项，

非标类投资总额和占比持续快速上升，股票和证券投资基金保持平稳增长态势。由于保险资金运用金额大、占比高，保险公司利润总额与投资收益率呈较强的相关性，可见保险公司利润水平受投资收益水平影响大。2016年，由于低利率，资本市场波动等因素，保险资金投资收益率下降明显，2016年资金运用收益率5.66%，同比下降近2个百分点。保险资金投资收益下降对保险行业盈利产生不利影响。

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，2016年以来保监会发布《中国保险业发展“十三五”规划纲要》及一系列监管措施。2016年1月25日，保监会正式实施保险公司中国风险导向的偿付能力体系（偿二代）。偿二代以风险为导向，加强了保险公司资本约束，尤其是对非保险风险的资本约束。该体系的实施有助于推动保险公司业务结构的优化，风险管理水平的提升。偿二代体系正式实施，有助于保险公司加强风险管控。

保监会出台了加强组合类保险资产管理产品业务规定，该政策就管理人需具备条件、基础资产范围、发行登记流程以及其他监管要求进行了进一步规定。该政策禁止保险公司开展具有“资金池”性质的产品以及“嵌套”交易结构产品。保监会还出台了规范保险公司关联交易以及股东控制权及实际控制人的认定与披露的相关规定。相关规定出台有助于提升保险公司治理和经营管理水平，以及信息透明度，保护保险消费者、债权人和少数股东等相关方的权益。

总体看，国内保险监管越来越强调保险产品的保障功能，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。逐步健全的保险监管体系、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。

从各行业发展角度来看，公司的核心业务领域以及所涉及的各子行业在未来均存在着较

大的发展空间，拥有较好的发展前景。

四、公司治理与内部控制

1. 公司治理

公司是经国务院批准，为应对亚洲金融危机、化解金融风险、促进国有银行和国有企业改革发展而组建的四家国有金融资产管理公司之一。根据国务院要求和部署，四大国有金融资产管理公司在完成阶段性目标后，进行了由政策性向市场化经营的转型。2015年8月，公司实施转型改制，引入全国社会保障基金理事会和中国人寿保险（集团）公司两家股东，注册资本增至431.50亿元。公司第一大股东与实际控制人均为财政部，持股比例为97.00%。

公司按照《公司法》及《金融资产管理公司条例》等法律法规规定，建立了由股东大会、董事会、监事会和高级管理层构成的“三会一层”法人治理架构，并积极推动科学决策和有效监督机制的建设，提升公司治理水平。

股东大会是公司的权力机构。自股改以来，公司共召开1次股东大会，审议并通过了公司筹备情况报告、筹备费用报告、股东大会议事规则、董事会议事规则、第一届董事会董事选举和非职工代表监事选举等议案。

截至2017年9月末，公司董事会共有董事6名，其中执行董事2名，独立董事1名。董事会下设战略发展委员会、审计委员会、风险管理委员会、提名与薪酬委员会、关联交易控制委员会5个专门委员会和董事会办公室。其中，战略发展委员会主任由董事长担任，关联交易控制委员会、提名与薪酬委员会主任由1名独立董事同时担任。自股改以来，公司董事会共召开2次会议，审议并通过了董事长选举、总裁聘任、内部基本管理制度、工商登记变更和各专门委员会工作规则等议案。

截至2017年9月末，公司监事会共有监事3名，设监事长1名。监事会下设监事会办公室，负责协助监事会进行公司治理有关监督检

查等工作。自股改以来，公司监事会不断加强各项监督检查工作力度，审议并通过了监事长选举、监事会工作计划、监事会监督委员会工作规则等议案。

公司高级管理层是公司的执行机构，对董事会负责。截至2017年9月末，公司高级管理层设有4名副总裁、2名总裁助理。公司高级管理层根据董事会授权，决定其权限范围内的经营管理与决策事项，并接受董事会的考核和监事会的监督检查。

总体看，公司初步搭建了“三会一层”的公司治理架构，并组建了专门委员会，目前治理机制运作良好。

2. 内部控制

近年来，公司按照“加强前台、巩固中台、精简后台”的原则对组织架构进行调整，并进一步加强公司总部对各分支机构和控股子公司的管控职能，使总部成为公司的战略规划、业务引领、资金财务、人力资源、审计监督与风险控制中心，组织架构图见附录1。

公司建立了内部控制三道防线：前台部门为第一道防线，是项目运作的主要风险管理责任人，按照公司规定对项目进行调研并采取相应风控措施；合规风险部、法律事务部、业务审核部等部门为第二道防线，在各自职责范围内对项目进行审核把关、风险监测以及控制；审计部为第三道防线，对项目运作和公司内控体系建设进行事后监督和评价，进而提出改进建议，防控各类经营和管理风险。

公司审计部以“利润增长”和“股改引战”为两大中心任务，积极探索和实践以风险为导向的审计新模式，努力提高审计工作质量和效果。近年来，公司及时调整审计工作要点和考核评价办法，以保证工作事项的细化、工作标准的量化和工作时限的界定；修订各类审计业务指导文件，为股改后制度建设打好基础。近年来，公司有序推进各项审计工作，除常规审计外，还开展了包括资产管理、子公司财务管

理、信托公司风险项目等各类专项审计，充分发挥监督评价职能。

为加强集团审计的管控力度，公司对分公司开展指令性常规审计，实现分公司业务经营和财务管理的审计全覆盖，及时堵塞项目漏洞、规范财务行为；加强分公司审计人员配备，并明确年度工作任务及要求；按照“两级管理、分类指导”的原则，对子公司采取差异化管理方式。

总体看，近年来公司不断加强内部控制体系建设，并针对股改情况及时作出调整，各项审计工作得到有序展开。但由于公司业务综合化经营程度高，需持续完善内部控制管理体系以防范风险。

3. 发展战略

作为中国四大金融资产管理公司之一，公司成立之初的主要任务是收购、管理和处置国有银行剥离的不良资产。自成立以来，公司通过收购、管理和处置了各类商业银行剥离的不良资产，在化解金融风险，支持国有银行和国有企业改革和发展等方面发挥了积极作用。改制以来，公司将改革发展融入国家经济改革发展大局之中，践行化解金融风险、提升资产价值、服务经济发展的使命，以不良资产收购处置及资产管理为主业，以中小企业综合金融服务为特色，以多种金融服务为手段，努力把公司建成治理科学、管理规范、服务专业、品牌一流的现代金融服务企业。

公司制定了“五年两步走”发展规划：第一步，用三年时间（2017-2019年）“强根基、谋上市”；第二步，用两年时间（2020-2021）“聚合力、促升级”。公司将采取以下措施来确保规划目标的实现：第一，通过构建动态资本管理、资产负债管理和司库管理体系，提升财务保障机制效率，优化资金管理与融资来源，提高资金营运市场化水平；第二，以客户为中心，构建标准化的业务流程，实施客户名单制管理，优化资产配置和风险管控；第三，完善市场化

晋升和薪酬安排，实施差异化和长期化激励机制；第四，加快信息系统改造升级，建设技术先进、功能多元、运行高效、安全可控的信息系统，满足公司业务发展、集团管控、股改上市、外部监管的需要；第五，加强集团风险治理，完善内控制度和风险监控机制；第六，加大研发投入，打造专职研发团队，提升集团整体研究能力，树立研究品牌，打造公司软实力；第七，持续加强企业文化和战略品牌管理，用企业文化引导战略实施、品牌塑造、形象提升和声誉传播；第八，充分发挥监督职能，不断加强案件防控并建立健全追责及惩罚机制。

总体看，公司根据自身定位，制定了阶段性的发展战略规划及目标。目前公司各项经营活动有序展开，经营效益日益提高，随着股改的完成和战略规划的不断推进，综合实力有望不断提升。

五、主要业务经营分析

公司主营不良资产收购处置业务，并通过自身以及下属子公司开展投资投行及资产管理业务以及多元平台综合金融服务业务。其中，不良资产收购处置业务是公司的传统优势业务。近年来，公司在进行不良资产收购、管理和处置过程中，积极开展并购重组，将业务范围拓展至银行、证券、保险、信托、金融租赁、基金等多个领域。

1. 不良资产经营管理业务

不良资产经营管理业务是公司的核心业务，公司在开展银行不良资产收购处置的同时，已将收购处置范围延伸到非银行金融类和非金融类企业的不良资产。在收购处置不良资产的过程中，公司通过不良资产经营、问题企业救助、中小企业特色金融服务等业务延伸资产经营价值链，提升资产处置回收价值。2014~2016年，公司分别实现不良资产经营管理收入176.91亿元、194.48亿元、166.60亿元，占公

司营业收入的比例分别为 76.58%、63.22%、56.86%。整体看，随着公司综合化经营水平的提升，不良资产处置净收益的占比逐年下降，但对公司收入和利润的贡献度仍处于较高水平。

目前公司收购的不良资产以金融类不良资产为主，其中银行类不良资产占比较高。近年来，公司不断加大对各家银行的营销拓展力度，深入推进与金融机构总部在不良资产批量收购、合作处置领域的合作，推动金融不良资产收购业务的发展。公司合作的银行主要为大型商业银行和股份制商业银行，公司收购银行不良资产的方式主要有市场化不良资产包收购、财政部委托包收购和不良资产证券化认购等。公司在不断加强与金融机构合作力度的同时，也重视推动非金融类不良资产业务发展。公司非金融类不良资产主要来自于各类非金融机构（不包括自然人）因日常生产经营活动或资金往来产生的债权类、股权类和实物类不良资产。截至 2016 年末，公司收购不良债权资产的账面价值为 1558.72 亿元。

从不良债权资产的经营和处置模式来看，公司不良债权资产经营模式分为传统类不良资产经营模式和附重组条件类不良资产经营模式。其中传统类不良资产主要来源于银行，公司进行债权收购后承接银行与债务人的债权债务关系，在处置过程中通常通过债权重组、诉讼追偿以及出售等方式发现和提升资产价值。针对以传统方式经营处置的不良资产，公司主要以短期持有、快速处置的方式为主。附重组条件类不良资产来自于金融及非金融机构，公司进行债权收购过程中通过与债权人和债务人达成重组协议，约定还款金额、还款模式、还款时间、抵质押物及担保安排，在此模式下，收益的金额和支付时间均已在签订重组协议时确定。目前公司经营模式以附重组条件类为主。

公司不良资产经营管理业务不断发展。截至 2017 年 9 月末，公司收购不良债权资产的账面价值为 2269.41 亿元；2017 年 1~9 月，实现

不良资产经营管理收入 165.43 亿元。

随着宏观经济增速的放缓，近年来商业银行不良贷款率呈上升趋势，非金融机构资金链趋紧，不良债权资产的产生以及处置的需求均显著上升。尽管随着地方资产管理公司的不断设立，不良债权资产处置牌照稀缺性有所下降，但凭借丰富的处置经验以及较强的专业优势，公司不良资产经营业务有望在未来获得更为广阔的发展空间。

2. 投资投行及资产管理业务

公司依托在开展不良资产经营业务中积累的资产、客户和技术优势，通过并购重组、股权投资、固定收益及财务顾问业务实现佣金及手续费收益与投资收益，推进公司投资投行及资产管理业务发展。同时，作为不良资产经营业务的延伸和补充，投资投行及资产管理业务是提升不良资产价值的重要手段，其经营主体主要为母公司、长城国融投资、长城国富置业、长城基金、长城国际控股、其他金融平台的资产管理（财务管理）中心。2014~2016 年，公司投资投行及资产管理业务分别实现收入 37.22 亿元、56.67 亿元和 47.94 亿元，占公司营业收入的比例分别为 16.11%、18.42% 和 16.36%。

公司投资投行业务以上市公司为投资和退出载体，以并购重组为核心，综合运用多种投资银行手段，推进上市公司并购重组业务，帮助企业持续发展。近年来，公司重点围绕医疗健康、节能环保、军工航天、高端制造、养老地产等重点行业开展投资投行业务。公司投资投行业务主要包括对不良资产追加投资，对具有发展潜力的企业提供阶段性股权投资或信托投资，通过设立私募股权投资基金，对具有良好发展前景的企业开展 Pre-IPO 投资，参与 A 股中小企业非公开发行股份的认购，通过资产注入、股权注入或股权互换等方式对企业实施重组和提供服务，为企业在资本市场直接融资提供服务。此外，公司还运用旗下证券平台，

开展证券类投资投行业务。集团在积极利用自有资金开展投资投行业务的同时，还积极发展第三方资产管理业务以及其他投资业务。

长城国融投资是公司专门从事股权投资及投资管理的全资子公司，注册资本为 3 亿元。近年来，长城国融投资发挥自身优势，以上市公司并购重组、定向增发、股权投资业务为主要手段，重点拓展医疗医药、养老、健康产业等行业项目，投资投行业务稳步发展。截至 2016 年末，长城国融投资资产总额 233.29 亿元，所有者权益 8.78 亿元；2016 年实现净利润 0.47 亿元。

长城国富置业是公司旗下以房地产开发经营为主业的子公司，注册资本为 10 亿元，主要业务为房地产开发与经营、实业投资、资产管理与经营、租赁等。长城国富置业依托公司资源，积极参与公司有增值潜力和重大重组价值的房地产项目运作，为提升公司系统内不良资产价值提供专业化服务。截至 2016 年末，长城国富置业资产总额 117.31 亿元，所有者权益为 21.00 亿元；2016 年实现净利润 3.32 亿元。

长城投资基金是公司专门从事股权投资和基金管理的子公司，注册资本为 1.1 亿元人民币，主要业务为受托管理股权投资企业、投资管理及相关咨询服务等。目前长城投资基金已获得中国证券投资基金协会的私募投资基金资质。自成立以来，长城投资基金作为一般合伙人（GP）已受托管理 26 支合伙制基金和 6 个专项资管计划，涵盖证券投资、股权、债权等类型，2016 年末基金管理规模合计 359.34 亿元。截至 2016 年末，长城投资基金资产总额 2.59 亿元，所有者权益合计 2.45 亿元；2016 年实现营业收入 0.68 亿元，净利润 0.47 亿元。截至 2016 年末，基金管理规模达到 359.34 亿元，其中第三方资产管理规模 164.72 亿元，同比增长 45.84%。

3. 多元平台综合金融服务业务

公司多元平台综合金融服务业务是公司不

良资产收购处置及资产管理业务的重要延伸。公司提供银行、证券、金融租赁、信托、担保、保险、国际业务等多种金融服务，为包括问题企业在内的各类企业提供全方位、综合化的金融服务。

长城华西银行前身为德阳市商业银行股份有限公司，成立于 1998 年 10 月，是在原德阳市区 6 家城市信用社和 2 家城区农村信用合作社基础上组建而成的地方性股份制商业银行，公司持股比例为 51.78%。截至 2016 年末，长城华西银行注册资本 16.55 亿元，共设有 6 家分行和 49 家支行（营业部）和 1 家专营机构。长城华西银行作为德阳地区唯一一家地方性法人股份制商业银行，具有在主城区营业网点数量多、经营历史长、客户基础广泛等优势，公司存贷款业务在德阳地区具有较强的竞争力。截至 2016 年末，长城华西银行资产总额 1023.77 亿元，所有者权益 58.73 亿元；2016 年实现营业收入 28.94 亿元，净利润 5.48 亿元。

长城国瑞证券是公司收购原厦门证券的基础上组建的子公司，公司持股比例为 67.00%，注册资本为 17.50 亿元。目前在北京、上海、深圳、广州、厦门等大中城市拥有 27 家证券营业部，经营范围包括证券经纪、证券投资咨询、与证券交易及证券投资活动有关的财务顾问、证券投资基金代销、代销金融产品、证券资产管理、证券自营、融资融券、证券承销与保荐等。截至 2016 年末，长城国瑞证券资产总额 126.35 亿元，所有者权益 22.09 亿元；2016 年实现营业收入 5.22 亿元，净利润 1.74 亿元。

长城新盛信托是经银监会批准，由中国长城资产、新疆生产建设兵团国有资产经营公司等重组原伊犁哈萨克自治州信托投资公司基础上设立的，公司持股比例为 62.00%，注册资本为 3 亿元，主要业务为债权信托、股权信托、标品信托、同业信托、财产信托、资产证券化、公益（慈善）信托、事务信托等八大类信托业务。截至 2016 年末，长城新盛信托资产总额

7.06 亿元，所有者权益 4.94 亿元，信托资产规模 204.01 亿元；2016 年实现营业收入 2.30 亿元，净利润 1.10 亿元。

长城国兴金融租赁是公司在重组原新疆金融租赁有限公司的基础上组建的全资子公司，公司持股比例为 100.00%，注册资本为 40 亿元，主要业务为融资租赁、经营性租赁、售后回租、杠杆租赁、分成租赁、委托租赁、结构共享租赁等各类租赁业务。近年来，长城国兴金融租赁依托公司网络资源优势，围绕金融租赁主业，大力拓展租赁市场，业务规模保持较快增长。截至 2016 年末，长城国兴金融租赁资产总额 514.25 亿元，其中应收融资租赁款净额 459.06 亿元，所有者权益 52.27 亿元；2016 年实现营业收入 15.32 亿元，净利润 4.63 亿元。

长生人寿是中国首家获准开业的中日合资寿险平台公司，由公司和日本生命人寿合资经营，公司持股比例为 70.00%，注册资本为 21.67 亿元，目前在上海、浙江、江苏、北京和四川设有五家分公司。截至 2016 年末，长生人寿资产总额 60.69 亿元，所有者权益 14.53 亿元；2016 年新增规模保费收入 30.41 亿元，实现净利润 0.02 亿元。

长城融资担保是公司开展担保业务的全资子公司，公司持股比例为 100.00%，注册资本为 7.39 亿元，主要业务为向企业和个人提供融资性担保业务，兼营诉讼保全担保、履约担保业务以及融资咨询、财务顾问等中介业务，以自有资金开展投资业务等。截至 2016 年末，长城融资担保资产总额 9.60 亿元，所有者权益 8.47 亿元；2016 年实现净利润 0.01 亿元。

长城国际控股是公司在香港的全资子公司，公司持股比例为 100.00%，注册资本 3.59 亿港元，是公司立足香港，面向国际金融与资本市场的窗口、平台和渠道，主要业务为基金管理、资产管理与金融中间服务等。截至 2016 年末，长城国际控股资产总额 216.68 亿元，所有者权益 6.64 亿元；2016 年实现净利润 1.50 亿元。

长城金桥咨询是在国家工商总局注册的全国性综合金融咨询服务公司，持有中国人民银行“信贷市场评级”资质，公司持股比例为 100.00%，注册资本为 0.5 亿元人民币，主要业务包括金融债权估值，项目评估，企业信用评估和咨询，投资、融资、财务、法律、信息咨询，计算机软件的开发、销售，工程造价和预决算咨询，已在全国 30 个省市设立了业务代理部或分公司。截至 2016 年末，长城金桥咨询资产总额 1.73 亿元；所有者权益为 1.51 亿元；2016 年，长城金桥咨询实现净利润 0.14 亿元。

总体看，公司搭建了涵盖多方面业务的多元化经营平台，银行、证券、信托、租赁、保险等业务主要由子（孙）公司独立开展，多元化经营平台的建立和协同效应的逐步显现将为公司未来业务持续发展奠定基础。

六、风险管理分析

公司建立了风险管理组织架构：风险管理委员会负责指导和监督风险管理部门工作，审议和评定公司内部控制与风险管理体系，审议公司风险管理策略、制度及风险管理报告等重大事项；合规风险部作为专职的风险管理部门履行全面风险管理职责，制定风险管理制度与方案，组织实施风险监测与管控，提交风险监测报告；全面风险管理的基本流程由各业务单位执行，拟定和实施风险控制措施，持续监测风险，定期分析与报告资产风险状况。近年来，公司不断完善全面风险管理体系，在梳理公司业务运作流程的基础上，明确各经营单位、各职能部门、各岗位在各流程、各环节中的风险管理职责；明确报告关系，建立前台业务经营部门、中台业务控制部门、后台审计部门“三道防线”，贯穿事前、事中、事后全流程，形成了职能明确、责任清晰、分工负责、相互制衡的风险管理组织体系，为公司的风险管理提供组织保障。

1. 信用风险

公司信用风险主要涉及公司不良债权资产组合、金融子公司的固定收益产品投资组合、融资租赁业务涉及的应收融资租赁款以及其他资产负债表内外信用风险敞口。

近年来，公司根据银监会有关信用风险管理的指引的要求，不断完善信用风险管理的制度和系统建设，制定了《企业信用评级工作规程》和《客户授信审核工作指引》，对客户信用质量开展评价和授信管理；制定并完善了《金融不良资产收购、管理与处置业务管理规程》、《城镇化（房地产）金融业务指引》等文件，在项目立项、尽职调查与业务审核方面控制信用风险；制定并完善《客户集中度风险管理规范》，测算客户风险限额，控制交易额度，避免与单一客户过度交易风险；修订完善《资产质量分类管理办法》，规范资产风险分类管理行为，真实反映资产质量，为公司计提风险准备金提供依据，全面提升风险管理能力和资产管理水平。同时，公司根据风险管理的客观需要，增加信用风险管控工具，开发并持续优化内部评级系统，通过该系统实现客户信用评级、客户风险管理限额测算以及业务评级，提高信用风险管控能力。

近年来，公司根据经济形势发展和业务开展情况，动态调整项目收购标准，提高资产质量，提升项目风险管理水平，推动不良资产经营业务稳健发展。针对地方融资平台项目，公司在符合业务制度规范的同时，重点关注融资平台所在的地区风险，并要求外部信用评级达到 AA⁻及以上。针对房地产行业，公司严格市场准入条件，加强对风险缓释措施的控制，并通过系统实时监测项目风险，防范信用风险的发生。

总体看，公司建立了适合自身业务发展的信用风险管理制度，并不断完善信用风险管理体系。

2. 市场风险

市场风险是市场价格（利率、汇率、股票价格和商品价格）的不利变化而使公司表内业务和表外业务发生损失的风险，公司市场风险主要涉及权益类投资业务、传统收购处置类业务、股票、基金、债券等。

针对传统收购处置类业务，公司按照《外部评估工作规程》和《内部估值工作规程》对该类资产定期进行评估，以准确反映资产实际价值，合理计量公司经营过程中的市场风险；针对权益类投资、股票、基金、债券业务等，公司制定了《上市公司股票管理操作管理办法》、《同业业务管理办法》、《债券业务管理办法》等制度文件，对具有市场风险特征的该类资产进行监测、计量、控制，加强市值管理；针对公司持有的上市公司股权的价格波动风险，公司密切关注宏观经济和行业基本面变化、商品价格波动等因素对所持有股权企业经营、财务和股权估值产生的影响，加强研究分析，相应制定和调整上市股权的市值管理策略。对于子公司面临的市场风险，公司针对不同行业分别建立了市场风险管理机制，子公司需定期向公司风险管理部进行报告。

3. 流动性风险

公司流动性风险主要源于项目回收资金进度滞后于预期、融资能力不能满足业务发展需求、资产负债期限结构错配以及流动性储备不足等方面。公司制定了《流动性风险管理办法（试行）》，建立了集团统一的流动性风险管理政策和制度，对总部各部门、各分公司、各平台公司在流动性风险管理中的职责和权限进行了规范，对于流动性风险指标计算、流动性风险监测和报告流程制定了标准和要求。公司制定了《日常流动性管理操作办法（试行）》，规定了集团流动性管理的各项具体措施，包括：母公司资金统一管理、持续完善资产负债期限结构、持有适度的优质流动性资产、关注负债流动性管理、完善日间流动性管理和监测流动

性风险指标状况等方面。对于平台公司流动性管理，公司提出了具体管理要求，并规范了平台公司向母公司申请流动性支持的审批流程。

公司积极提升负债管理与融资管理能力，不断改善负债结构，积极拓展金融债券及非银行类资金来源，构建稳健、多元、分散化的融资体系，大力拓展低成本融资渠道，并根据资产负债期限结构变化情况主动调整负债期限配置，保持资产负债期限动态匹配。

总体看，公司不断完善流动性管理体系，流动性风险管理能够满足公司流动性风险防范的需求。

4. 操作风险

操作风险是指由于不完善或有问题的内部操作过程、人员、系统或外部事件而导致的直接或间接损失的风险。公司主要通过以下方式加强和细化操作风险管理：一是推动产品标准化。公司制定《产品标准化工作规范》，以市场需求为导向，以“可复制、可推广、可持续”为标准，对业务流程、交易结构、定价标准、风险控制等方面进行规范，积极推动产品标准化。二是加强法律事务管理。公司通过建立与完善项目法律审查、合同管理、授权管理、诉讼案件管理等方面的制度，有效防范法律风险和操作风险，维护公司合法权益。三是完善业务审核制度。公司构建包括初审、专业审核、综合审核等流程的审批管理模式，进一步优化业务审核审批流程、提高业务审核质量和效率；建立业务审核评价体系，提高业务审核标准的科学性，切实履行审核职责，以有效支持和保障公司科学决策。四是完善项目后期管理制度。公司建立有效的项目后期管理政策和程序，以明确管理主体、落实管理责任、细化管理要求、健全问责机制。五是制定适当的信息科技政策和程序。公司充分识别、评估、监测和管理信息科技风险，建立完备的信息科技基础设施，以满足当前和未来业务需要，确保系统安全运行、数据完整可靠，为全面风险管理体系建设

提供技术支持。六是完善采购业务管理规范。公司对采购业务进行评估、管理和监测，与服务提供商签署全面的合同和服务协议，明确规定双方责任。

总体看，近年来公司风险管理水平不断提高，随着业务的快速发展和多元化经营的推进，公司需要进一步完善风险管理体系，优化风险管理技术。

七、财务分析

公司提供了2014~2016年和2017年前三季度合并财务报表。其中，2014年财务报表由立信会计师事务所（特殊普通合伙）审计，2015-2016年财务报表由德勤华永会计师事务所（特殊普通合伙）审计，以上会计师事务所均出具了标准无保留意见的审计报告。公司财务报表合并范围包括长城国兴金融租赁、长生人寿、长城国瑞证券、长城华西银行等19家控股公司。本报告中2016年财务数据采用当年数，2014年和2015年财务数据均采用重述之后的数据。2017年前三季度合并财务报表未经审计。

1. 资产质量

近年来，公司资产规模呈较快增长态势，2016年末资产总额4868.99亿元，以投资资产、发放贷款和垫款和现金类资产为主（见附录2：表1）。

公司现金类资产由货币资金和存放中央银行款项构成。近年来，公司现金类资产规模呈波动上升态势。截至2016年末，公司现金类资产总额591.93亿元，占资产总额的12.16%。其中，货币资金与存放中央银行款项分别占现金类资产的83.57%和16.43%，公司货币资金主要为公司自有的银行存款。

近年来，公司同业资产规模呈快速增长态势，但占资产总额的比重较低。截至2016年末，公司同业资产总额209.29亿元，占资产总额的

4.30%。其中，拆出资金 24.38 亿元；买入返售金融资产 184.92 亿元，产品标的以债券和股票为主。

近年来，公司发放贷款和垫款规模明显上升，但增速有所放缓。公司贷款和垫款主要由应收融资租赁款以及发放贷款和垫款组成，另有部分委托贷款、融出资金和保户质押贷款。截至 2016 年末，公司发放贷款和垫款总额 970.01 亿元，扣除减值准备后的净额为 914.78 亿元。其中，发放贷款和垫款余额 366.96 亿元，占贷款总额的 37.83%，主要来源于长城华西银行的信贷业务，担保方式以抵质押为主，截至 2016 年末，长城华西银行不良贷款率为 1.99%；应收融资租赁款余额 539.26 亿元，占贷款总额的 55.59%，主要来源于长城国兴金融租赁业务款项。截至 2016 年末，公司发放贷款和垫款共计提减值准备 55.23 亿元，其中计提贷款减值准备 22.07 亿元，应收融资租赁款减值准备 32.61 亿元。

公司投资资产包括以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产、可供出售金融资产、应收款项类金融资产、持有至到期投资、长期股权投资和投资性房地产。近年来，公司加大交易性金融资产和可供出售金融资产的配置力度，投资资产规模呈较快增长态势。截至 2016 年末，公司投资资产总额 2920.34 亿元，其中，应收款项类金融资产占 51.33%，以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产占 24.06%，可供出售金融资产占 20.61%。公司应收款项类金融资产包括自金融机构收购的不良贷款、自非金融机构收购的应收款项和其他债务工具，2016 年末应收款项类金融资产投资净额 1499.02 亿元。其中，自金融机构收购的不良贷款 669.34 亿元，自非金融机构收购的应收款项 569.62 亿元；其他债务工具 339.41 亿元，包含结构化债权安排 108.01 亿元和资产管理计划 155.39 亿元，另有部分信托产品和证券化资产。近年来，公司以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产与可供出售金融资产规

模均呈快速增长态势，截至 2016 年末以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产余额 702.70 亿元，其中收购的不良债权 493.18 亿元；债券投资 100.87 亿元，主要来源于长城国瑞证券与长城华西银行所持有的债券，主要为金融债券投资；股票与基金投资 100.88 亿元；另有部分信托和资产管理计划产品。截至 2016 年末，公司可供出售金融资产余额 601.98 亿元，其中，债券（含同业存单）与权益工具投资余额分别占 38.06%和 35.49%，另有部分基金、资产管理计划、信托产品和理财产品。截至 2016 年末，公司分别对应收款项类金融资产和可供出售金融资产计提减值准备 79.35 亿元和 6.41 亿元。

公司其他类资产主要包括应收款项、固定资产、抵债资产、递延所得税资产和其他资产等。近年来，公司其他类资产规模逐年上升，占资产总额的比重较为稳定。截至 2016 年末，公司其他类资产余额 232.65 亿元，其中应收款项余额 26.45 亿元，期限主要集中在 1 年（含 1 年）以内；抵债资产 18.95 亿元，以房屋及建筑物为主；递延所得税资产 33.12 亿元；其他资产 85.29 亿元，主要为房地产开发成本和其他应收款；固定资产 38.49 亿元；另有部分商誉和应收利息等。

从母公司的资产结构来看，2014~2016 年，中国长城资产母公司资产总额呈较快增长态势。截至 2016 年末，母公司的资产总额 3053.37 亿元，其中现金类资产占总资产的 11.55%，同业资产占 3.92%，投资类资产占 72.19%，其他资产占 12.34%。截至 2016 年末，母公司投资资产余额 2204.19 亿元，其中，应收款项类投资 1049.87 亿元，包括来自金融机构的不良贷款 540.19 亿元，非金融机构的应收款项 405.99 亿元，结构化债权安排（标的为银行不良资产）149.84 亿元，资产管理计划 7.88 亿元，应收款项类投资计提减值准备 54.03 亿元；可供出售金融资产余额 364.47 亿元，计提减值准备 6.27 亿元；以公允价值计量且其变动计入当期损益

的金融资产余额 600.62 亿元，以收购的不良债权为主。

2017 年以来，公司资产规模保持增长，截至 2017 年 9 月末，资产总额为 5906.91 亿元。2017 年以来，公司持续加大交易性金融资产与可供出售金融资产的配置力度，投资类资产规模保持增长，截至 9 月末，投资类资产余额 3962.82 亿元，占资产总额的 67.09%。

截至 2017 年 9 月末，母公司资产总额为 3792.91 亿元，资产规模保持稳步增长。其中现金类资产、同业资产、投资类资产与其他资产分别占资产总额的 5.66%、0.40%、78.48% 和 15.47%，资产结构较为稳定。

总体看，中国长城的资产规模呈较快增长趋势，资产结构相对稳定。

2. 负债来源

近年来，公司负债规模呈较快增长态势。截至 2016 年末，公司负债总额 4362.26 亿元，以借款、吸收存款、应付债券和其他类负债为主，同业负债占比较低（见附录 2：表 2）。

近年来，公司同业负债规模持续增长，但占负债总额的比重不高。截至 2016 年末，公司同业负债余额 186.60 亿元，其中，卖出回购金融资产 120.76 亿元，产品标的以债券为主；拆入资金 65.84 亿元。

公司客户存款主要来自长城华西银行吸收的存款，近年来存款规模保持稳步增长，占负债总额的比重较为稳定。截至 2016 年末，公司客户存款余额 609.77 亿元，占负债总额的 13.98%。从存款结构来看，储蓄存款占客户存款的 24.81%；从存款期限来看，定期存款占客户存款的 62.78%。

2014~2016 年，公司应付债券规模和占比逐年上升。截至 2016 年末，公司应付债券余额 412.66 亿元，占负债总额的 9.46%。其中应付金融债 208.38 亿元，为长城国际控股在香港与境外发行的债券；应付同业存单与二级资本债券分别为 198.29 亿元和 6.00 亿元，为长城华西

银行未偿付的同业存单及发行的二级资本债券。

2014~2016 年，公司借款规模呈波动上升态势，占负债总额的比重明显增长，是主要的负债来源。截至 2016 年末，公司借款余额 2687.85 亿元，占负债总额的 61.62%。其中，短期借款 1504.98 亿元，以银行信用贷款为主，年利率范围主要集中在 3.00%-6.00%；长期借款 1182.87 亿元，主要为期限在 1 年至 5 年（含 5 年）的固定利率借款，利率范围为 3.00%-12.00%。

近年来，公司其他类负债的规模保持增长态势。截至 2016 年末，公司其他类负债总额 465.38 亿元。其中，向中央银行借款 21.76 亿元，较以前年度大幅下降；应付款项 83.62 亿元，期限主要在 1 年（含 1 年）以内；其他负债 274.27 亿元，其中合并结构化主体其他持有者权益 138.96 亿元，占其他负债的 50.67%，为公司私募基金、信托、理财产品及资产管理计划。

从母公司负债结构来看，近年来，中国长城资产母公司负债总额呈较快增长态势，2016 年由于短期借款规模明显上升，导致负债总额显著增长。截至 2016 年末，母公司负债总额为 2560.19 亿元，其中同业负债占负债总额的 3.70%，借款占 88.57%，其他类负债占 7.73%。截至 2016 年末，母公司借款总额 2267.64 亿元，其中短期借款占 52.90%，主要为银行信用借款，利率范围在 3.00%-6.00%；长期借款占 47.10%，期限主要在 1 年至 5 年（含 5 年）以内。

2017 年以来，公司负债规模保持增长，截至 9 月末负债总额为 5305.85 亿元。从负债构成结构来看，同业负债与其他类负债规模有所下降，吸收存款、应付债券与借款规模保持增长。截至 2017 年 9 月末，公司借款余额 3543.58 亿元，占负债总额的 66.79%，仍是主要的负债来源。

截至 2017 年 9 月末，母公司负债总额为

3250.66 亿元，负债规模保持稳步增长。从负债结构来看，同业负债、借款和其他类负债分别占负债总额的 0.50%、94.94%和 4.56%，负债结构较为稳定。

总体看，中国长城的负债规模呈较快增长态势，负债结构以借款为主。

3. 盈利能力

近年来，公司营业收入呈波动变化，但随着经营规模的扩大，整体保持增长趋势（见附录 2：表 3）。公司营业收入主要来源于主营业务净收入、中间业务净收入和投资收益。其中，公司主营业务净收入以不良资产处置净收益、租赁公司净收入和已赚保费为主；中间业务收入包括增信担保业务、咨询业务、银行业务和基金管理等业务收入。

2015 年，得益于主营业务净收入的上升，公司营业收入明显上升；2016 年，受中间业务净收入规模持续下降以及公允价值变动损失规模上升的影响，公司营业收入规模有所下降。2016 年，公司实现营业收入 292.99 亿元，其中主营业务净收入和投资收益分别占营业收入的 73.20%和 23.52%。

不良资产经营业务是公司的核心业务，对公司营业收入的贡献度高，2014~2016 年，在租赁公司净收入及已赚保费规模上升的影响下，不良资产处置净收益占公司主营业务净收入的比重有所下降，但仍保持较高水平。2016 年，公司不良资产处置净收益 171.82 亿元，其中应收款项类不良债权收益 144.23 亿元。公司投资收益主要来源于可供出售金融资产的投资收益，2016 年实现投资收益 68.91 亿元，其中，可供出售金融资产投资收益占 61.78%。

2014~2016 年，公司增信担保与基金管理业务收入规模逐年下降，对中间业务收入产生一定负面影响。2016 年，公司实现中间业务收入 11.84 亿元，其中增信担保业务收入 3.45 亿元，咨询业务收入 3.19 亿元，银行业务收入 3.00 亿元。

公司营业支出主要由业务及管理费、资产减值损失、保险业务支出和其他业务成本构成。近年来，随着公司业务规模的扩大，营业支出规模明显上升，2016 年营业支出 195.88 亿元，其中，资产减值损失 36.82 亿元，贷款减值损失与应收款项类投资减值损失分别占资产减值损失的 70.31%和 20.42%，应收款项类投资减值损失较以前年度明显下降；业务及管理费 39.14 亿元，其中职工薪酬及福利占 54.98%；保险业务支出 18.12 亿元，主要来源于长生人寿保险业务支出；其他业务成本 96.15 亿元，主要为资产管理公司的利息净支出。

近年来，公司的净利润规模持续增长。2015 年，公司经营范围进一步扩大，且不良资产处置与投资取得较好成果，对净利润实现产生积极影响；2016 年，受益于资产减值损失计提规模的大幅下降，公司净利润保持增长趋势。从收益率指标看，2016 年，公司平均资产收益率与平均净资产收益率分别为 2.10%和 19.28%，盈利水平良好。

近年来，中国长城资产母公司营业收入规模有呈波动变化。2015 年，得益于投资收益与主营业务收入的增长，营业收入规模有所上升；2016 年，受公允价值变动损失规模上升及不良资产处置收益下降影响，营业收入规模有所下降。2016 年，母公司实现营业收入 191.45 亿元，其中不良资产处置净收益 162.39 亿元，占营业收入总额的 84.82%；投资收益 33.39 亿元，占营业收入总额的 17.44%。2014~2016 年，母公司资产减值损失计提规模明显下降，营业支出随之下降。2016 年，母公司营业支出 106.69 亿元，其中，业务及管理费占 17.38%；资产减值损失占 5.16%；其他业务成本占 74.38%，主要为利息支出。2016 年，母公司实现净利润 78.98 亿元。

2017 年 1~9 月，公司实现营业收入 254.37 亿元，其中主营业务净收入占 72.88%，是收入的主要来源。2017 年 1~9 月，公司实现净利润 66.98 亿元。2017 年 1~9 月，中国长城母公司

实现营业收入 161.52 亿元；净利润 40.11 亿元。

总体看，近年来公司净利润持续增长，盈利水平良好。

4. 现金流分析

从现金流方面来看，2015 年，在应收款项类金融资产收回的本金和利息规模上升的影响下，公司经营活动产生的现金流转为净流入状态；2016 年净流入规模明显增长，主要是由于客户存款和金融机构取得借款收到的现金规模上升影响所致。2015 年，在投资力度加大的影响下，公司投资活动产生的现金流转为净流出状态；2016 年，投资资产规模持续增长，净流出规模较为稳定。近年来，由于公司发行债券与同业存单收到现金规模的增加，筹资活动产生的现金流呈净流入状态。整体看，公司现金流较为充裕（见附录 2：表 4）。

5. 资本充足水平

近年来，公司主要通过利润留存和改制过程中的增资扩股对资本进行补充，资本实力得到增强。2016 年 12 月，公司完成股份制改制，其中，财政部以原中国长城资产管理公司的重估净资本出资 418.56 亿元（包含 100.01 亿元的原始股本与 318.55 亿元的储备转增资本）；全国社会保障基金理事会出资 8.63 亿元；中国人寿保险（集团）公司出资 4.31 亿元，公司注册资本增至 431.50 亿元，

截至 2016 年末，公司股东权益 506.73 亿元，其中，股本 431.50 亿元，盈余公积 7.90 亿元，其他综合收益 5.61 亿元，一般风险准备 10.83 亿元，未分配利润 3.38 亿元。截至 2016 年末，中国长城资产母公司股东权益 493.17 亿元，其中股本 431.50 亿元，盈余公积 7.90 亿元，其他综合收益 7.89 亿元，未分配利润 45.88 亿元。2014~2016 年，母公司资本充足率分别为 13.76%、14.20% 和 14.35%，资本充足。

截至 2017 年 9 月末，中国长城母公司资本充足率为 13.53%，资本充足。

6. 偿债能力

近年来，公司资产负债率保持上升趋势，截至 2016 年末，资产负债率为 89.59%，杠杆水平较高。2016 年，公司 EBITDA 余额 226.72 亿元，EBITDA 利息倍数为 1.85 倍，公司盈利情况对利息支出的保障程度一般；全部债务/EBITDA 为 13.76 倍，公司盈利情况对债务本金的保障程度一般（见附录 2：表 5）。

近年来，中国长城资产母公司的资产负债率逐年下降（见附录 2：表 6），截至 2016 年末，资产负债率为 83.85%。2016 年，母公司 EBITDA 为 167.70 亿元，EBITDA 利息倍数为 2.13 倍，母公司盈利情况对利息支出的保证程度较好；全部债务/EBITDA 为 14.53 倍，母公司盈利情况对债务本金的保障程度一般。

综合看，公司作为国有控股的资产管理公司，在不良资产处置方面处于市场领先地位，资本实力强，整体抗风险能力强，公司整体的偿付能力强。

八、本次二级资本债券偿债能力分析

本次二级资本债券本金和利息的清偿顺序在一般债权人之后，股权资本、其他一级资本工具和混合资本债券之前；本次二级资本债券与发行人已发行的与本次二级资本债券偿还顺序相同的其他次级债务处于同一清偿顺序，与未来可能发行的与本次二级资本债券偿还顺序相同的其他二级资本工具同顺位受偿。截至本报告出具日，中国长城资产（合并口径）已发行且未到期的二级资本债券本金人民币 6.00 亿元，假设本次二级资本债券发行规模为人民币 75.00 亿元，以 2016 年末财务数据为基础进行测算，中国长城资产可快速变现资产、净利润和股东权益对二级资本债券本金的保障倍数见表 4。整体看，中国长城资产财务水平对本次二级资本债券的保障能力强。

表 4 本次债券保障情况 单位：亿元/倍

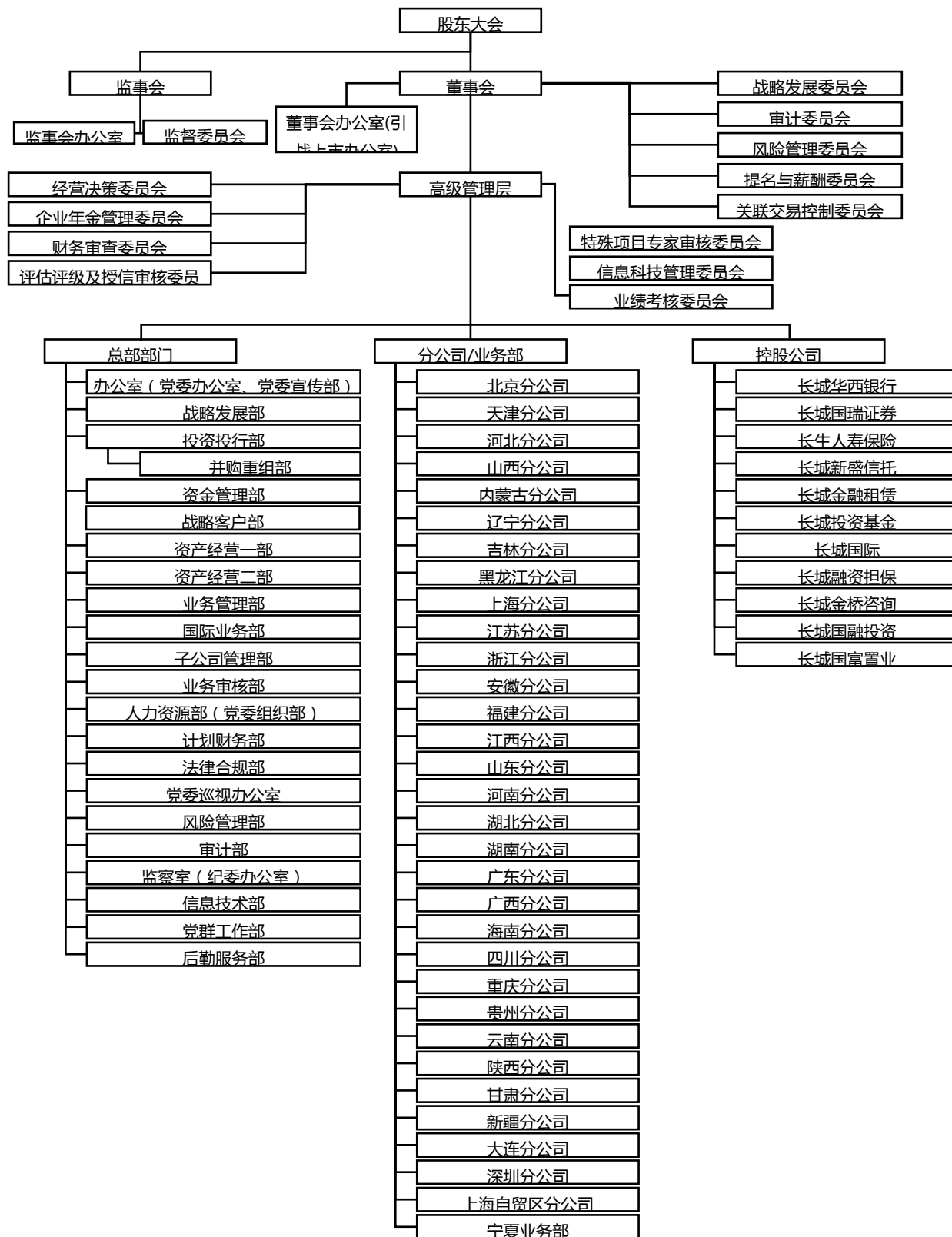
项 目	发行后	发行前
二级资本债券本金	81.00	6.00
可快速变现资产/二级资本债券本金	13.77	185.83
净利润/二级资本债券本金	1.11	399.95
股东权益/二级资本债券本金	6.26	84.45

数据来源：中国长城资产审计报告，联合资信整理。

九、评级展望

作为财政部控股的四家资产管理公司之一，公司能够得到中央政府支持。股改完成后，中国长城资产公司治理和内部控制水平有所提升，资本实力进一步增强。公司具备不良资产经营的丰富经验和专业优势，核心业务市场竞争力强；搭建了多元化经营平台，综合化经营水平高，为未来业务持续发展奠定了基础。近年来，宏观经济增速放缓，商业银行信贷资产质量持续下滑，非金融企业偿债压力加大，为公司核心业务提供了广阔的发展空间。另一方面，公司业务规模的较快上升加大了对资金的需求，债务规模有所上升；业务涉及多个金融子行业，多元化经营对整个集团风险管控能力提出挑战。基于公司强大的股东背景、不良资产经营方面的专业优势、多元化的经营平台以及良好的发展前景，联合资信认为，在未来一段时期内中国长城资产管理股份有限公司的信用水平将保持稳定。

附录 1 组织结构图



附录 2 主要财务数据及指标

表1 资产构成情况

单位: 亿元/%

项 目	2016年末		2015年末		2014年末	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
现金类资产	591.93	12.16	254.85	6.93	267.14	9.84
同业资产	209.29	4.30	113.95	3.10	21.00	0.77
发放贷款和垫款	914.78	18.79	777.98	21.17	426.36	15.71
投资资产	2920.34	59.98	2400.85	65.33	1904.33	70.15
其他类资产	232.65	4.78	127.25	3.46	95.66	3.52
合 计	4868.99	100.00	3674.88	100.00	2714.49	100.00

数据来源: 中国长城资产审计报告, 联合资信整理。

表 2 负债结构

单位: 亿元/%

项 目	2016年末		2015年末		2014年末	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
同业负债	186.60	4.28	145.93	4.49	20.04	0.84
客户存款	609.77	13.98	451.53	13.89	-	-
应付债券	412.66	9.46	220.59	6.78	30.69	1.29
借款	2687.85	61.62	2077.57	63.90	2110.18	88.38
其他类负债	465.38	10.67	355.67	10.94	226.81	9.50
其中: 合并结构化主体其他持有者权益	138.96	3.19	97.61	3.00	58.65	2.46
合 计	4362.26	100.00	3251.28	100.00	2387.71	100.00

数据来源: 中国长城资产审计报告, 联合资信整理。

表 3 主要盈利指标

单位: 亿元/%

项 目	2016年	2015年	2014年
营业收入	292.99	307.62	231.01
其中: 主营业务净收入	214.46	212.67	183.81
中间业务净收入	9.53	13.80	22.37
投资收益	68.91	78.29	19.81
公允价值变动收益	-6.04	-2.46	1.60
营业支出	195.88	229.79	170.10
其中: 营业税金及附加	5.65	15.71	11.74
业务及管理费	39.14	32.27	18.35
资产减值损失	36.82	73.75	69.20
保险业务支出	18.12	1.09	0.00
其他业务成本	96.15	106.98	70.81
净利润	89.68	73.67	58.80
平均资产收益率	2.10	2.31	2.87
平均净资产收益率	20.34	20.24	21.09

数据来源: 中国长城资产审计报告, 联合资信整理。

表 4 现金流状况 单位: 亿元

项 目	2016 年	2015 年	2014 年
经营活动产生的现金流净额	401.42	67.64	-57.00
投资活动产生的现金流净额	-300.19	-307.24	26.61
筹资活动产生的现金流净额	306.39	216.35	57.93
现金及现金等价物净增加额	411.47	-20.40	27.51
期末现金及现金等价物余额	672.16	260.70	260.82

数据来源: 中国长城资产审计报告, 联合资信整理。

表 5 主要偿债能力指标 单位: %/倍

项 目	2016 年末	2015 年末	2014 年末
资产负债率	89.59	88.47	87.96
EBITDA利息倍数	1.85	1.61	1.71
全部债务/EBITDA	13.76	11.51	15.12

数据来源: 中国长城资产审计报告, 联合资信整理。

表 6 母公司主要偿债能力指标 单位: %/倍

项 目	2016 年末	2015 年末	2014 年末
资产负债率	83.85	84.18	86.26
EBITDA利息倍数	2.13	1.66	1.81
全部债务/EBITDA	14.53	11.38	15.01

数据来源: 中国长城资产审计报告, 联合资信整理。

附录 3 有关计算指标的计算公式

现金类资产	货币资金+结算备付金+存出保证金
同业资产	拆出资金+买入返售金融资产
同业负债	拆入资金+卖出回购金融资产
投资资产	交易性金融资产+衍生金融资产+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
可快速变现资产	(货币资金-客户资金存款) + (结算备付金-客户备付金) + 买入返售金融资产+债券+上市公司股权
n 年年均复合增长率	$(\sqrt[n]{\text{期末余额} / \text{期初余额}} - 1) \times 100\%$
EBITDA	利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务	向中央银行借款+拆入资金+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债+卖出回购金融资产款+应付债券+借款+应付款项+合并结构化主体其他所有者权益
全部债务/ EBITDA	全部债务/ EBITDA
资产负债率	负债总额/ (资产总额×100%)
平均资产收益率	净利润/[(期初资产总额+期末资产总额)/2]×100%
平均净资产收益率	净利润/[(期初净资产总额+期末净资产总额)/2]×100%
资本充足率 (母公司)	母公司合格资本/母公司风险加权资产×100%

附录 4-1 资产管理公司主体长期信用等级设置及其含义

联合资信资产管理公司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

附录 4-2 资产管理公司中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信资产管理公司中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

附录 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

联合资信评估有限公司关于 中国长城资产管理股份有限公司 2018年二级资本债券的跟踪评级安排

根据相关监管法规和联合资信有关业务规范，联合资信将在本次债券信用等级有效期内持续进行跟踪评级，跟踪评级包括定期跟踪评级或不定期跟踪评级。

中国长城资产管理股份有限公司应按联合资信跟踪评级资料清单的要求及时提供相关资料。联合资信将在本次债项评级有效期内每年至少完成一次跟踪评级，于每年7月31日前发布跟踪评级结果和报告。

中国长城资产管理股份有限公司或本次债项如发生重大变化，或发生可能对中国长城资产管理股份有限公司或本次债项信用等级产生较大影响的重大事项，中国长城资产管理股份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长城资产管理股份有限公司的经营管理状况、外部经营环境及本次债项相关信息，如发现中国长城资产管理股份有限公司出现重大变化，或发现存在或出现可能对中国长城资产管理股份有限公司或本次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。

如中国长城资产管理股份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长城资产管理股份有限公司或本次债项信用等级变化情况做出判断，联合资信可以终止评级。

联合资信将指派专人及时与中国长城资产管理股份有限公司联系，并按照监管要求及时出具跟踪评级报告和结果。联合资信将按相关规定报送及披露跟踪评级报告和结果。