

联合资信评估有限公司

承诺书

本机构承诺出具的《中国信达资产管理股份有限公司 2019 年跟踪信用评级报告》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
二〇一九年七月二十四日



信用等级公告

联合〔2019〕2511号

联合资信评估有限公司通过对中国信达资产管理股份有限公司及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持中国信达资产管理股份有限公司主体长期信用等级为 AAA，中国信达资产管理股份有限公司 2016 年二级资本债券（100 亿元）信用等级为 AAA，中国信达资产管理股份有限公司 2018 年第一期金融债券（150 亿元）、2018 年第二期金融债券（110 亿元）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

二〇一九年七月二十四日



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

电话：010-85679696

传真：010-85679228

邮编：100022

<http://www.lhratings.com>

中国信达资产管理股份有限公司

2019 年跟踪信用评级报告

本次跟踪评级结果

主体长期信用等级：AAA
金融债券信用等级：AAA
二级资本债券信用等级：AAA
评级展望：稳定

评级时间：2019 年 7 月 24 日

上次跟踪评级结果

主体长期信用等级：AAA
金融债券信用等级：AAA
二级资本债券信用等级：AAA
评级展望：稳定

评级时间：2018 年 7 月 23 日

主要数据

项目	2018年末	2017年末	2016年末
资产总额(亿元)	14957.59	13869.38	11744.81
负债总额(亿元)	13171.91	12186.73	10265.11
所有者权益(亿元)	1785.68	1682.65	1479.70
资产负债率(%)	88.06	87.87	87.40
资本充足率(%)	16.01	16.77	19.38
项目	2018年	2017年	2016年
营业收入(亿元)	1093.42	1215.53	923.29
利润总额(亿元)	169.37	254.11	213.01
净利润(亿元)	118.80	187.58	159.82
EBITDA(亿元)	430.01	414.78	311.97
EBITDA 利息倍数(倍)	1.37	1.79	2.04
全部债务/EBITDA(倍)	14.02	13.68	13.70
平均资产收益率(%)	0.82	1.46	1.69
平均净资产收益率(%)	8.32	11.86	12.35

注：资本充足率、EBITDA、EBITDA/利息倍数、全部债务/EBITDA 为母公司口径

数据来源：本报告业务数据来源于中国信达年度报告（香港），财务数据来源于中国信达年度报告（境内），联合资信整理

分析师

王 柠 黄生鹏

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

中国信达资产管理股份有限公司（以下简称“中国信达”或“公司”）成立于 1999 年，是国内首家金融资产管理公司。作为财政部控股的资产管理公司，中国信达股东背景强，在化解金融风险、推动国有银行和国有企业改革方面起到积极作用，能够得到中央政府的支持；公司内部控制体系完备，综合化管理水平高；2018 年以来，公司持续聚焦不良资产经营业务，抓住市场机遇并把握处置节奏，发挥专业化水平，处置规模和处置收益稳步提升，主业对于营业收入和利润的贡献程度进一步提升；依托母公司客户资源和品牌优势发挥协同效应，公司银行、地产、证券、期货、信托、租赁等业务板块较快发展。另一方面，公司保险业务受金融市场波动的拖累出现亏损，对整体业绩带来一定负面影响；受会计准则转换影响，金融资产重分类加大了利润表的波动，加剧了投资亏损对于当期净利润的侵蚀。

联合资信评估有限公司确定维持中国信达资产管理股份有限公司主体长期信用等级为 AAA、2016 年二级资本债券（100 亿元）信用等级为 AAA，2018 年第一期金融债券（150 亿元）、2018 年第二期金融债券（110 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信达资产管理股份有限公司已发行债券的违约风险极低。

优势

1. 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。
2. 公司内部控制体系完备，综合化管理水平高。
3. 公司拥有不良资产管理的专业优势，主营业务发展态势良好，市场竞争力强。

4. 依托母公司客户资源和品牌优势，公司发挥协同效应，银行、地产、证券、期货、信托、租赁等业务板块较快发展。

关注

1. 公司加大金融市场融资力度，总部和下属子公司等不同主体通过金融市场扩大融资规模，资产负债率保持较高水平，整体财务杠杆较高，但总体公司融资规模呈下降趋势。
2. 保险业务受金融市场波动的拖累出现较大幅度亏损，对于整体业绩带来一定负面影响。
3. 多元化经营对集团风险管控能力提出挑战。

声 明

一、本报告引用的资料由中国信达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”）对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

二、除因本次评级事项联合资信与该公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

三、联合资信与评级人员履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

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、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债项到期兑付日有效；根据后续跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

中国信达资产管理股份有限公司

2019年跟踪信用评级报告

一、主体概况

中国信达资产管理股份有限公司（以下简称“中国信达”或“公司”）前身为成立于1999年4月的中国信达资产管理公司，是经国务院批准，为化解金融风险、维护金融体系稳定、推动国有银行和企业改革发展而成立的首家金融资产管理公司，初始注册资本100亿元。2010年6月，中国信达资产管理公司改制为中国信达资产管理股份有限公司。2012年4月，公司引入全国社会保障基金理事会、UBS AG、Standard Chartered Bank、中信资本控股有限公司四家战略投资者，注册资本增至301.40亿元。2013年12月，公司在香港联合交易所主板上市，募集资金28亿美元，成为四大金融资产管理公司中率先完成改制并实现上市的公司。2016年12月，公司完成一般性授权发行新H股19.08亿股，共募集资金54.95亿元。截至2018年末，公司股本为381.65亿元，其中，财政部持有公司64.45%的股份，H股股东合计持股35.55%，具体股权分布情况见表1。

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	64.45
全国社会保障基金理事会（H股）	7.60
中国远洋海运集团有限公司（H股）	5.00
其他境外发行外资股（H股）	22.95
合计	100.00

注：股东中国远洋海运集团有限公司间接通过其控股的受控法团 Oversea Lucky Investment Limited 持有中国信达H股股份

数据来源：中国信达年报，联合资信整理

截至2018年末，公司在中国内地设有29家子（孙）公司（见附录2），在澳门和香港设有9家子公司，在百慕大和开曼群岛分别设1家子公司；公司拥有在职员工约1.8万人。

截至2018年末，公司资产总额（合并口径）14957.59亿元，负债总额13171.91亿元，股东权益1785.68亿元（其中少数股东权益220.76亿元）。2018年，公司实现营业收入1093.42亿元，实现净利润118.80亿元。截至2018年末，母公司资产总额7509.02亿元，负债总额6162.78亿元，股东权益1346.24亿元。2018年，母公司实现营业收入517.37亿元，实现净利润91.57元。

注册地址：北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

法定代表人：张子艾

二、已发行债券概况

截至本报告出具日，中国信达存续期内经联合资信评估有限公司评级的债券概况见表2。

2018年，中国信达依据债券相关条款的规定，在付息日之前及时公布了相关债券的付息公告，并按时足额支付债券当期利息。

表2 债券概况

债券简称	债券品种	发行规模	债券利率	期限	付息频率
16信达二级资本债01	二级资本债券	100亿元	3.70%	10年	年付
18中国信达债01	金融债券	150亿元	5.50%	10年	年付
18中国信达债02	金融债券	110亿元	5.50%	10年	年付

数据来源：中国货币网，联合资信整理

三、营运环境

1. 宏观经济环境分析

2018年，随着全球贸易保护主义抬头和部分发达国家货币政策趋紧，以及地缘政治紧张带来的不利影响，全球经济增长动力有所减弱，复苏进程整体有所放缓，区域分化更加明显。在日益复杂的国际政治经济环境下，我国经济增长面临的下行压力有所加大。2018年，我国继续实施积极的财政政策和稳健中性的货币政策，经济运行仍保持在合理区间，经济结构继续优化，质量效益稳步提升。2018年，我国国内生产总值（GDP）90.0万亿元，同比实际增长6.6%，较2017年小幅回落0.2个百分点，实现了6.5%左右的预期目标，增速连续16个季度运行在6.4%~7.0%区间，经济运行的稳定性和韧性明显增强；西部地区经济增速持续引领全国，区域经济发展有所分化；物价水平温和上涨，居民消费价格指数（CPI）涨幅总体稳定，工业生产者出厂价格指数（PPI）与工业生产者购进价格指数（PPIRM）涨幅均有回落；就业形势总体良好；固定资产投资增速略有回落，居民消费平稳较快增长，进出口增幅放缓。

积极的财政政策聚焦减税降费和推动地方政府债券发行，为经济稳定增长创造了良好条件。2018年，我国一般公共预算收入和支出分别为18.3万亿元和22.1万亿元，收入同比增幅（6.2%）低于支出同比增幅（8.7%），财政赤字3.8万亿元，较2017年同期（3.1万亿元）继续增加。财政收入保持平稳较快增长，财政支出对重点领域改革和实体经济发展的支持力度持续增强；继续通过大规模减税降费减轻企业负担，支持实体经济发展；推动地方政府债券发行，加强债务风险防范；进一步规范PPP模式发展，PPP项目落地率继续提高。稳健中性的货币政策加大逆周期调节力度，保持市场流动性合理充裕。2018年，央行合理安排货币政策工具搭配和操作节奏，加强前瞻性预调微调，市场利率呈小幅波动下行走势；M1、M2增速有所回落；社会融资规模增速继续下降，其中，人民币贷款仍是主要融资方式，且占全

部社会融资规模增量的比重（81.4%）较2017年明显增加；人民币汇率有所回落，外汇储备规模小幅减少。

三大产业增加值同比增速均较上年有所回落，但整体保持平稳增长，产业结构继续改善。2018年，我国农业生产形势较为稳定；工业生产运行总体平稳，在深入推进供给侧结构性改革、推动产业转型升级的背景下，工业新动能发展显著加快，工业企业利润保持较快增长；服务业保持较快增长，新动能发展壮大，第三产业对GDP增长的贡献率（59.7%）较2017年（59.6%）略有上升，仍是拉动经济增长的主要力量。

固定资产投资增速略有回落。2018年，全国固定资产投资（不含农户）63.6万亿元，同比增长5.9%，增速较2017年下降1.3个百分点，主要受基础设施建设投资增速大幅下降影响。其中，民间投资（39.4万亿元）同比增长8.7%，增速较2017年（6.0%）有所增加，主要受益于2018年以来相关部门通过持续减税降费、简化行政许可与提高审批服务水平、降低企业融资成本等措施，并不断鼓励民间资本参与PPP项目、引导民间资本投资和制造业转型升级相结合等多种方式，使民间投资活力得到一定程度的释放。具体来看，全国房地产开发投资12.0万亿元，同比增长9.5%，增速较2017年（7.0%）加快2.5个百分点，全年呈现平稳走势；受金融强监管、地方政府性债务风险管控不断强化的影响，全国基础设施建设投资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）14.5万亿元，同比增长3.8%，增速较2017年大幅下降15.2个百分点；制造业投资增速（9.5%）持续提高，主要受高技术制造业投资、制造业技术改造投资以及装备制造业投资的带动。

居民消费总量持续扩大，消费结构不断优化升级。2018年，全国社会消费品零售总额38.10万亿元，同比增长9.0%，增速较2017年回落1.2个百分点，扣除价格因素实际增长6.9%。2018年，全国居民人均可支配收入28228

元，同比名义增长 8.7%，扣除价格因素实际增长 6.5%，增幅较 2017 年回落 0.82 个百分点。具体来看，生活日常类消费如日用品类，粮油食品、饮料烟酒类，服装鞋帽、针、纺织品类消费仍保持较快增长；升级类消费品如家用电器和音像器材类、通讯器材类消费持续增长，汽车消费中中高端汽车及新能源汽车销量占比提高；旅游、文化、信息等服务类消费较快增长；网络销售继续保持高增长态势。

进出口增幅明显放缓，贸易顺差持续收窄。2018 年，国际环境错综复杂，金融市场、大宗商品价格剧烈波动、全球贸易保护主义及单边主义盛行，国内长期积累的结构性矛盾不断凸显。2018 年，我国货物贸易进出口总值 30.5 万亿元，同比增加 9.7%，增速较 2017 年下降 4.5 个百分点。具体来看，出口和进口总值分别为 16.4 万亿元和 14.1 万亿元，同比增速分别为 7.1% 和 12.9%，较 2017 年均有所下降。贸易顺差 2.3 万亿元，较 2017 年有所减少。从贸易方式来看，2018 年，一般贸易进出口占我国进出口总额的比重（57.8%）较 2017 年提高 1.4 个百分点。从国别来看，2018 年，我国对前三大贸易伙伴欧盟、美国和东盟进出口分别增长 7.9%、5.7% 和 11.2%，对“一带一路”沿线国家合计进出口 8.37 万亿元，同比增长 13.3%，我国与“一带一路”沿线国家的贸易合作潜力持续释放，成为拉动我国外贸增长的新动力。从产品结构来看，机电产品、传统劳动密集型产品仍为出口主力，进口方面仍以能源、原材料为主。

2019 年一季度，受贸易保护主义倾向抬头和地缘政治等因素影响，全球经济增长动能继续减弱，经济复苏压力加大。在此背景下，我国积极的财政政策继续加力增效，稳健的货币政策加强逆周期调节，保证了市场流动性合理充裕。2019 年一季度，我国经济展现出较强的韧性，延续了近年来平稳增长的态势，国内生产总值(GDP)21.3 万亿元，同比实际增长 6.4%，增速与上季度持平，较上年同期有所下降；物

价水平温和上涨；PPI、PPIRM 企稳回升；就业形势总体稳定。从三大产业来看，农业生产略有放缓；工业生产总体平稳，工业企业利润增速有所回落；服务业增速也有所放缓，但仍是拉动 GDP 增长的主要力量。从三大需求来看，固定资产投资增速环比回升、同比有所回落。其中，房地产投资增速环比和同比均有所提高；基础设施建设投资增速企稳回升，但较上年同期仍明显回落；制造业投资增速环比明显下降，同比仍有所上升。居民消费环比有所回升，同比有所回落。进出口增速明显放缓。

展望 2019 年，国际贸易紧张局势或将继续升温、英国脱欧的不确定性增加、部分国家民族主义兴起及地缘政治等因素将进一步抑制世界经济复苏进程。在此背景下，我国将实施积极的财政政策和稳健的货币政策，通过合理扩大有效投资、推动消费稳定增长、促进外贸稳中提质为“稳增长”提供重要支撑，同时通过深化供给侧结构性改革和重点领域改革、培育壮大新动能、继续打好三大攻坚战等推动经济高质量发展，2019 年我国经济运行仍将保持在合理区间。具体来看，固定资产投资增速有望持续企稳，其中，基础设施建设投资将发挥逆周期调节作用，基础设施补短板力度将有所加大，投资增速有望持续企稳回升；制造业转型升级产业、高新技术制造业、装备制造业投资等将继续保持较快增速，为制造业投资增长提供重要支撑，但受当前企业利润增速有所放缓、出口不确定性较强等不利因素的影响，制造业投资仍有继续回落的可能；我国城镇化进程的持续以及 2019 年以来房地产市场的有所回温有利于房地产开发投资的增长，但房地产调控和房地产金融政策的基调没有发生变化，在“房住不炒”的定位下房地产投资增速将保持相对稳定。在一系列促消费以及个税改革政策的实施背景下，我国居民消费将持续扩容和升级，居民消费将保持平稳增长，但外部需求放缓及中美贸易摩擦可能会对国内就业和居民收入增长带来不利影响，对居民消费的增长可

能会产生一定程度的抑制。外贸方面，受全球经济增速放缓、地缘政治风险扰动等不利因素影响，外部需求或将持续弱化，出口增长受到制约，同时去产能、结构升级等也可能造成相关产品进口增速的下降，我国进出口增速仍大

概率回落。总体来看，考虑到制造业投资增速以及进出口增速或将继续放缓，未来经济增速或将有回落，预计 2019 年我国 GDP 增速在 6.3% 左右。

表 3 宏观经济主要指标 单位：%、亿元

项目	2018 年	2017 年	2016 年	2015 年	2014 年
GDP 增长率	6.5	6.9	6.7	6.9	7.4
CPI 增长率	2.1	1.6	2.0	1.4	2.0
PPI 增长率	3.5	6.3	-1.4	-5.2	-1.9
M2 增长率	8.1	8.2	11.3	13.3	12.2
固定资产投资增长率	5.9	7.0	8.1	10.0	15.7
社会消费品零售总额增长率	9.0	10.2	10.4	10.7	10.9
进出口总额增长率	9.7	14.2	-0.9	-7.0	2.3
进出口贸易差额	23303	28718	33523	36865	23489

资料来源：国家统计局、人民银行、Wind 资讯，联合资信整理

2. 行业分析

公司主营不良资产管理业务，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) 不良资产管理行业

不良资产管理公司业务范围覆盖面广，以金融不良资产的收购与处置为主业，兼具债权和股权投资业务，同时部分资产管理公司取得了担保、租赁等其他金融行业牌照，基本能够全面参与金融业务，因此在服务供给侧结构性改革以及防范和化解金融风险等方面对我国经济发展产生重大影响。

● 不良资产行业概况

不良债权是不良资产行业的核心资产，近年来随着专营不良资产管理公司数量的大幅增加，不良资产招标和成交量都不断增加。2018 年，不良债权招标规模 2.77 万亿元，较上年上升 49.41%；不良债权成交规模 0.89 亿元，较上年增加 20.86%。

地区不良资产招标和成交量显示了当地不良资产交易的活跃度，地区活跃度越高预示着当地不良资产管理公司的经营外部环境越好。从地区分布方面看，沿海地区和

中部发达省份的招标量和成交量占比较高，显示沿海地区和中部发达省份的不良资产管理公司的业务量和外部经营环境较好。从区域债权招标情况来看，2018 年，广东省、浙江省和山东省债权招标规模排名前三，占全国的比重分别为 15.68%、10.51% 和 7.53%；从区域债权成交情况来看，浙江省、广东省和山东省债权成交规模排名前三，占全国的比重分别为 19.64%、11.00% 和 10.19%。

在不良资产成交流转方面，持牌照的资产管理公司发挥着重要作用，而非持牌资产管理公司同样是流转环节的重要组成部分。从不良资产成交流转方面看，2018 年，债权转让方构成为商业银行、四大 AMC、非持牌资产管理公司、地方 AMC，占转出债权比重分别为 51.92%、23.11%、19.74% 和 5.23%。受让方构成为四大 AMC、非持牌资产管理公司和地方 AMC，占比分别为 50.75%、32.40% 和 16.84%。

从债权成交价格方面看，2017 年以前受到四大 AMC 回归主业，大量收购不良资产包战略的影响，不良债权市场价格逐年走高。而 2018 年以来，随着市场回归理性，债权包价格呈现下降态势。从淘宝拍卖数据

来看，全国债权成交折扣率从 2017 年末的约 77% 下降到 2018 年末的 70%。

总体看，近年来我国不良债权交易规模及活跃度大幅提升，沿海地区不良债权招标及交易规模较大；持牌照和非持牌的资产管理公司在不良债权流转环节中共同发挥重要作用；不良债权价格呈现下降趋势。

● 持牌照资产管理公司

持牌照的资产管理公司是指银监会公布的能够参与金融机构批量转让不良资产业务的资产管理公司。持牌的资产管理公司格局由四大金融资产管理公司、地方资产管理公司组成。

我国四大金融资产管理公司起步于 1999 年，由财政部出资成立，初始用以管理和处置四大国有商业银行剥离的政策性不良资产。2007 年，四大金融资产管理公司开始进行商业化转型，相继进入证券、保险、信托、金融租赁、信用评级等业务领域，向综合性金融控股集团的方向发展。四大国有金融资产管理公司经营历史长，不良资产管理经验丰富，业务规模与专业优势明显。目前，四大金融资产管理公司均已引进战略投资者并且完成股份制改革，其中信达与华融已完成上市，资本实力雄厚。

地方资产管理公司的诞生源于 2012 年监管部门放开金融企业不良资产批量转让的限制。随后监管文件不断出台，对地方资产管理公司参与金融企业不良资产批量转让业务的规定也不断细化。在业务资质方面，地方资产管理公司由各省市人民政府核准设立或授权，经银监会公布后，获得参与金融企业批量转让组包户数为 3 户及以上不良资产的业务资质；在业务范围方面，地方资产管理公司只能参与本省（区、市）范围内不良资产的批量收购工作，但转让时不受地域限制；在地方资产管理公司数量方面，允许各省市设立两家地方资产管理公司，截至 2018 年末，银监会批准的可以参与金融不良资产批量转让业务的地方资产管理公

司数量已经达到 63 家。

● 不良资产收购处置业务

对于持牌照资产管理公司而言，产生不良资产的金融企业是其上游行业，主要为商业银行产生的不良资产。截至 2018 年末，我国商业银行不良贷款余额 2.03 万亿元，不良贷款率 1.89%，关注类贷款余额 3.4 万亿元，关注类贷款占比 3.16%，逾期 90 天以上贷款与不良贷款比例为 92.8%。除商业银行外，其他金融机构诸如民营小贷公司、担保公司产生的不良资产均为资产管理公司的收购目标。近年来，由于宏观经济持续低迷，实体经济对其债务的偿付能力下降，金融企业不良资产不断累积，加之银行业监管力度持续提升，商业银行不良资产处置动力加大，为资产管理公司的业务发展提供较大空间。

不良资产收购方面，自 2012 年地方资产管理公司设立以来，目前国内各省市形成了“4+2”的资产管理公司竞争格局：四大金融资产管理公司分公司与地方的两家资产管理公司在同一地区形成竞争关系。四大金融资产管理公司作为金融企业，具有融资渠道畅通、融资成本低的优势，加之监管部门提出回归主业的经营要求，四大金融资产管理公司加大对不良资产包的收购，导致其参与地区的不良资产包的收购价格不断上升，从而对地方资产管理公司形成较大的业务压力。相比而言，地方资产管理公司缺乏不良资产处置专业优势，在融资渠道和资金方面均有一定劣势，但考虑到目前大部分地方资产管理公司由各省市人民政府核准设立或授权，成立的目的在于促进地方经济结构调整和转型，因此在业务开展方面能够取得政府领域的资源支持，这有助于地方资产管理公司形成差异化的竞争优势。

不良资产处置方面，自行清收、转卖和债务重组是主要形式。而由于自行清收和债务重组对资产管理公司的专业性要求较高、周期较长，转卖便成为了目前较为普遍的处

置形式。非持牌资产管理公司通常为持牌机构的下游公司，成为不良资产的最终处置方，包括各类投资公司、具有资产管理业务资质的公司等，通过收购持牌机构的金融不良资产，再对不良资产进行清收、管理和处置。非持牌资产管理公司通常利用其在某特定行业的专业背景，或发挥其对不良资产清收力度大的特点，成为金融不良资产的最终处置方。目前，由于金融行业不良资产的抵质押物主要为不动产，因此不动产通常成为不良资产处置的抓手：部分房地产公司通过购买不良资产包的方式取得债权，进而取得不动产的处置权，通过与自身业务经营的资源整合，挖掘不良资产的价值。此外，部分基金公司、上市公司等，因其具有专业的不良资产估值、管理与处置能力，通常以顾问咨询的形式参与持牌资产管理公司的不良资产收购处置业务。

● 市场化债转股

为推进供给侧结构性改革，做好“三去一降一补”工作，降低企业杠杆率，2016年10月10日国务院发布了《关于积极稳妥降低企业杠杆率的意见》（下称《意见》）。《意见》中列出了七种降低企业杠杆率的途径，包括企业兼并重组、盘活存量资产、优化债务结构、银行债权转股权、依法实施破产、积极发展股权融资等。其中，针对银行债权转股权，国务院发布了《关于市场化银行债权转股权的指导意见》（下称《债转股指导意见》），标志着本轮市场化债转股正式拉开帷幕。而为解决银行市场化债转股过程中的资金需求问题，2016年12月19日，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多方面进行了规定，意在通过为债转股实施机构提供资金补充来推进符合要求的企业降低杠杆率。

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》（国发〔2016〕54号），支持银行利用所属机构开展市场化债转股，标志着银行系资产管理公司正式起步。2017年8月，银监会起草《商业银行新设债转股实施机构管理办法（试行）》，对银行系资产管理公司的设立资格、业务范围和融资方式进行了严格界定。截至2018年3月末，五大有银行已经全部成立投资子公司，开展市场化债转股工作，一些股份制银行及城商行也在积极筹备设立资产管理子公司。

目前，银行系资产管理公司债转股签约金额不断扩大，但债转股实施机构受制于母公司资本压力等方面影响，实际业务落地金额小。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，依托母公司的业务资源在市场化债转股中有先天的业务优势；另一方面，受制于母公司的核心资本压力，银行系资产管理公司实质业务的开展存在不确定性。

总体来看，我国资产管理行业的市场主体趋于多元化，业务规模不断扩大，行业竞争也更加激烈。不良资产处置行业的竞争壁垒逐渐由牌照端转向服务端，不良资产买入环节的估值能力、经营环节的运作能力、处置环节的多元化手段将对资产管理公司的业务经营产生重要影响。

（2）银行业

近年来，受“金融去杠杆”政策导向以及MPA考核深入推进影响，我国商业银行资产负债规模扩张速度持续放缓；但商业银行作为宽信用政策供给端，持续加大信贷投放力度支持实体经济发展，贷款余额保持较快增长。根据银保监会统计数据，截至2018年末，我国商业银行资产总额209.96万亿元，同比增长6.70%，其中贷款余额110.50万亿元，同比增长13.00%；负债总额193.49万亿元，同比增长6.28%（见表4）。

表4 商业银行主要财务数据

单位：万亿元/%

项 目	2018 年	2017 年	2016 年	2015 年	2014 年
资产总额	209.96	196.78	181.69	155.83	134.80
负债总额	193.49	182.06	168.59	144.27	125.09
不良贷款额	2.03	1.71	1.51	1.27	0.84
不良贷款率	1.83	1.74	1.74	1.67	1.25
拨备覆盖率	186.31	181.42	176.40	181.18	232.06
净息差	2.18	2.10	2.22	2.54	2.70
净利润	1.83	1.75	1.65	1.59	1.55
资产利润率	0.90	0.92	0.98	1.10	1.23
资本利润率	11.73	12.56	13.38	14.98	17.59
存贷比	74.34	70.55	67.61	67.24	65.09
流动性比例	55.31	50.03	47.55	48.01	46.44
资本充足率	14.20	13.65	13.28	13.45	13.18
一级资本充足率	11.58	11.35	11.25	11.31	10.76
核心一级资本充足率	11.03	10.75	10.75	10.91	10.56

资料来源：中国银保监会，联合资信整理

信贷资产质量方面，随着国家去产能、去杠杆等相关调控政策的深入推进，宏观经济增速放缓，商业银行外部经营环境面临较大压力。加之资管新规的出台，使商业银行不良信贷资产不洁净出表被叫停，表内不良贷款余额明显增长；此外，监管部门对于商业银行信贷资产五级分类的管理趋严，逾贷比要求控制在 100% 以内。受上述因素影响，商业银行不良贷款率持续上升，整体信贷资产质量明显下行。截至 2018 年末，商业银行不良贷款率为 1.83%，逐年上升。

从贷款减值准备对不良信贷资产的覆盖程度来看，2014~2017 年，随着不良贷款规模的增长，商业银行拨备覆盖率整体有所下降；但随着 IFRS9 会计准则下商业银行对信贷资产预期损失整体计提规模的增加，2018 年末拨备覆盖率回升至 186.31%。从未来中短期来看，商业银行的改善信贷资产质量的外部环境仍面临较大压力；以及考虑到商业银行对于抵御风险能力相对较弱的小微企业和民营企业信贷投放力度逐步增大、资管新规下部分高风险类信贷进一步回表等因素，商业银行信贷资产质量仍面临下行压力，未来或面临持续计提拨备的压力。

盈利能力方面，利息净收入仍是商业银

行最重要的收入来源，主要来自信贷资产、同业资产以及投资类资产形成的利息收入。利率市场化的持续推进加剧了同业市场竞争压力，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等方式推动存款业务的发展，负债资金成本整体上升；2018 年 5 次降息产生利率重定价效应，叠加监管部门对银行业杠杆水平的约束，商业银行业净息差进一步承压，盈利能力呈下降趋势。2018 年下半年以来，虽然资金市场利率下行，缓解了银行融入资金利息支出的负担，使银行净息差水平得以回升，但压缩资产收益率相对较高的非标投资资产、信贷资产质量下行等都对银行的盈利能力产生了负面影响。近年来商业银行的净利润增速落后于资产规模增速，盈利能力持续下降。2018 年，我国商业银行净息差为 2.18%，同比上升 0.08 个百分点；实现净利润 1.83 万亿元，同比增长 4.57%；资产利润率和资本利润率分别为 0.90% 和 11.73%，同比分别下降 0.02 和 0.83 个百分点。

流动性方面，央行货币政策的实施较好地保障了银行体系流动性的充裕。从一般流动性指标来看，我国商业银行各项流动性指标均保持在合理水平。但另一方面，银保监

会出台政策要求商业银行广义同业负债占比不超过负债总额的三分之一，以及流动性新规对流动性匹配率和优质流动性资产充足率做出明确要求，使得对短期同业资金依赖度高的商业银行流动性管理带来较大压力。

资本充足性方面，资本工具创新指导意见的出台，使商业银行资本补充渠道更为多样化，在商业银行增资、上市、发行优先股、可转债以及二级资本债券的推动下，我国商业银行整体资本充足率整体保持较充足水平。根据中国银监会统计数据，截至 2018 年末，我国商业银行平均资本充足率为 14.20%，平均一级资本充足率为 11.58%，平均核心一级资本充足率为 11.03%。考虑到国有四大行仍未达到《处置中的全球系统重要性银行损失吸收和资本结构调整能力原则》中对总损失吸收能力（TLAC）16%的最低监管要求；部分股份制银行和城商行表外理财回表对于资本的较大消耗，我国商业银行整体资本的充足性水平仍有待提升。另一方面，商业银行资本充足率和一级资本充足率的较大差值表明一级资本仍存在较大缺口。在净利润增速持续低于风险加权资产增速的情形下，短期内通过留存利润注入一级资本的能力有

限；但 2019 年以来热度较高的永续债和优先股发行或将一定程度弥补商业银行目前一级资本的缺口。

（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。2018 年以来受监管趋严、金融去杠杆、社融同比大幅回落、信用风险爆发等因素影响，我国股票市场交易量持续萎缩，美联储信用政策收紧带来的全球性信用收缩以及贸易战进一步加剧了股市震荡，股票市场持续处于低迷状态，各项证券指数、融资总额、成交金额、总市值等均有所下跌。截至 2018 年末，我国境内上市公司数量 3584 家，股票总市值达 43.49 万亿元。2018 年，全年境内股票筹资金额 12107.35 亿元；全年股票成交金额 89.65 万亿元；证券化率（股票总市值/GDP 总值）为 48.31%（见表 5）。

表 5 2014—2018 年我国股票市场主要指标

项目	2018 年	2017 年	2016 年	2015 年	2014 年
期末境内上市公司数(家)	3584	3485	3052	2827	2613
股票融资总额(亿元)	12107.35	17223.86	21095.81	16107.23	9043.10
期末股票市价总值(万亿元)	43.49	56.75	50.82	53.13	37.25
股票全年成交金额(万亿元)	89.65	111.76	126.51	253.30	74.39
期末上证综合指数(点)	2493.90	3307.17	3103.64	3539.18	3234.68
证券化率(%)	48.31	68.54	68.30	78.51	58.53

资料来源：Wind 资讯，联合资信整理

近年来，我国政府大力发展包括债务融资在内的直接融资工具，债券市场保持快速发展势头，债券市场投资者结构和债券品种不断丰富，债券发行量及托管余额均呈现较

快增长的态势（见表 6）。2018 年，我国债券市场发行总额 43.85 万亿元，年末债券存量余额 88.60 亿元。

表 6 2014—2018 年我国债券市场发行额及托管余额

单位：万亿元

项目	2018年	2017年	2016年	2015年	2014年
市场发行总额	43.85	40.80	36.37	23.20	12.19
期末债券存量余额	88.60	74.69	64.31	48.53	36.00

资料来源：Wind 资讯，联合资信整理

中国证券业协会根据证券公司未经审计财务报表数据统计显示，截至 2018 年末，我国共有 131 家证券公司，全行业总资产为 6.26 万亿元，净资产为 1.89 万亿元，净资本为 1.57 万亿元，较上年末有所上升，资本实力保持稳定。由于证券公司收益水平与证券市场行情高度正相关，近年来我国证券行业净利润呈现较强波动性。2018 年，受股票市

场行情低迷影响，证券公司各项主要业务收入均呈下降态势，全行业实现营业收入 2662.87 亿元，净利润 666.20 亿元，盈利能力持续下降。与此同时，证券公司行业集中度不断提升，大、中、小型证券公司业绩分化格局愈加明显，前十大证券公司在全行业营业收入和净利润中的占比均有所提升，业绩稳定性较强。

表 7 证券公司主要财务数据

项目	2018年	2017年	2016年	2015年	2014年
证券公司(家)	131	131	129	125	120
盈利家数(家)	106	120	124	124	119
营业收入(亿元)	2662.87	3113.28	3279.94	5751.55	2602.84
代理买卖证券业务净收入(亿元)	623.42	820.92	1,052.95	2,690.96	1049.48
证券承销与保荐业务净收入(亿元)	258.46	384.24	519.99	393.52	240.19
财务顾问业务净收入(亿元)	111.50	125.37	164.16	137.93	69.19
投资咨询业务净收入(亿元)	31.52	33.96	50.54	44.78	22.31
资产管理业务净收入(亿元)	275.00	310.21	296.46	274.88	124.35
证券投资收益(含公允价值变动)(亿元)	800.27	860.98	568.47	1,413.54	710.28
利息净收入(亿元)	214.85	348.09	381.79	591.25	446.24
净利润(亿元)	666.20	1,129.95	1,234.45	2,447.63	965.54
项目	2018年末	2017年末	2016年末	2015年末	2014年末
总资产(万亿)	6.26	6.14	5.79	6.42	4.09
净资产(万亿)	1.89	1.85	1.64	1.45	0.92
净资本(万亿)	1.57	1.58	1.47	1.25	0.68

资料来源：中国证券业协会网站，联合资信整理

(4) 租赁行业

● 行业概况

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。

目前我国有三类租赁公司：一类是由原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。第二类是由商务部、国家税务总局联合审批的内资试点融资租赁公司；第三类是由商务部或商务部授权的省级商务主管部门和国家经济技术开发区批准的中外合资租赁公司或外商独资租赁公司。

截至 2018 年末，全国各类租赁公司（不含单一项目公司、分公司、SPV 公司和收购海外的公司）总数约为 11777 家，较上年末增加 2101 家，增长 21.7%。其中，金融租赁公司 69 家，与上年末持平；内资租赁公司 397 家，较上年末增加 117 家；外资租赁公司 11311 家，较上年末增加 1984 家。

● 行业竞争

近年来，我国租赁公司数量整体保持快速增长，但 2017 年以来增速明显放缓。三类租赁公司中金融租赁公司准入门槛最高，审批难度也最大，因此数量最少，增速也相对较慢。外资租赁公司数量远超其他租赁公司，一方面是由于外资租赁的审批部门由商务部下放到注册地省级商务部门后，审批较为便捷；另一方面其注册门槛较低，且部分地区对外资租赁公司发放补贴，使得其数量呈现爆发式增长；此外，近年来自贸区改革试点，也在一定程度上刺激了其数量的增长。内资租赁公司则是在商务部、税务总局陆续将 11 个自由贸易区的内资租赁审批权限下放后，呈现了快速增长的态势。

从业务合同余额来看，尽管外资租赁公司在数量上远高于内资租赁公司和金融租赁公司，但三类租赁公司合同余额占比基本接近，主要由于外资租赁公司资产规模相对较小，且空壳公司较多，实际在运营的公司数量远小于注册家数。2017 年以来，租赁公司业务合同余额增速明显放缓，主要是在宏观经济增速放缓、金融强监管以及监管职能划转的背景下，一方面租赁公司融资难度加大，另一方面部分租赁公司根据监管导向主动进行业务转型，回归租赁业务本源，导致业务规模增速有所下滑。截至 2018 年末，我国融资租赁合同余额总量为 6.65 万亿元，较上年末增长 9.38%。其中金融租赁合同余额 2.50 万亿元，增长 9.65%；内资租赁合同余额 2.08 万亿元，增长 10.64%；外资租赁合同余额 2.07 万亿元，增长 7.81%。

根据股东背景差异划分，租赁公司可分为银行系、专业化的厂商系和独立第三方系。其中，银行系主要为金融租赁公司，其特点是依托于银行股东，具有资金实力雄厚、融资成本低、客户群体多等优势，其业务发展一般定位于交通、船舶、大型设备制造业等大资产类行业；但银行系金融租赁公司由于普遍缺乏成熟的融资租赁业务能力，因此其业务模式多为“类

信贷”的售后回租，业务“同质化”现象较为严重。厂商系租赁公司主要股东为设备制造厂商，其特点是拥有系统内的客户资源和技术优势，业务开展集中于系统内部及上下游客户，在机械、医疗、汽车、电力设备等特定行业领域具有较为丰富的专业经验和竞争优势，业务模式多为直租；但厂商系租赁受制于系统内产品体系和客户，行业集中风险较高。独立第三方系租赁股东多为大型外贸、物流、综合型集团企业，其特点是依托于股东的资源，定位于印刷、医疗设备、教育、工程机械等行业的中小企业，行业分布较为广泛，业务模式相对灵活；但独立第三方系租赁公司通常资本实力相对较弱，市场定位不明确。

从融资渠道来看，租赁公司主要资金来源可大致分为股权融资和债权融资。租赁公司的股权融资渠道主要包括增资扩股和 IPO 上市等。从行业整体来看，股东增资主要集中在金融租赁公司，主要由于金融租赁公司业务集中在大资产类行业，规模扩张速度较快，为满足业务发展和监管对于资本充足率的要求，金融租赁公司股东多进行了增资。租赁公司的债权融资主要包括银行借款、发行债券、ABS、信托融资等。整体来看，目前租赁公司主要通过银行渠道完成融资，银行借款约占资金来源的 50%-80%，且大部分为短期。但近年来，发行债券和 ABS 产品也逐渐成为租赁公司重要的融资渠道。

从发行债券品种来看，金融租赁公司主要发行金融债券和 ABS，近年来金融债券发行规模呈快速增长态势；一方面是由于金融租赁公司资产规模的扩张对中长期资金需求较为强烈，而金融债券主要集中在三年期，可以满足其资金需求，并在一定程度上改善其资产负债结构；另一方面，金融债券的综合发行成本也低于 ABS，且融资便利性更优，因此金融租赁公司发行金融债券的意愿相对更强。2018 年，金融租赁公司发行金融债券规模合计 873 亿元，较上年增长 77%。对于融资租赁公司，由

于其无法进入银行间市场进行同业拆借以及发行金融债券，鉴于租赁 ABS 产品有助于优化资产负债表、改善中长期资金匹配程度等特性，成为融资租赁公司优先选择的融资工具。此外，融资租赁公司还通过发行公司债、中期票据、短期融资券等方式筹措资金。2018 年，融资租赁公司合计发行 ABS（含 ABN）1356 亿元，中期票据 192 亿元，公司债 107 亿元，短期融资券 96 亿元。

总体看，与发达国家租赁市场相比，我国融资租赁行业仍处于初级发展阶段，市场容量较大，竞争也相对宽松；随着租赁行业逐渐向成熟阶段发展，银行系、厂商系和独立第三方系租赁公司由于在客户和业务定位上的差异性，未来有望形成差异化的产业链条，但在部分细分市场竞争亦将日趋激烈。

（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。2018 年以来，在监管趋严及寿险公司回归稳健业务增长模式的背景下，寿险行业所面临的风险逐步降低。随着寿险公司将业务中心转向长期期缴型及保障型产品，保费增速明显放缓。2018 年，我国寿险业务原保费收入 2.72 万亿元，同比增长 1.87%。其中，普通寿险实现原保险保费收入 2.07 万亿元，同比下降 3.41%；健康险业务实现原保险保费收入 0.54 万亿元，同比增长 24.12%。资产方面，寿险公司总资产 14.61 万亿元，较年初增长 10.55%，寿险公司资产增速有所加快。

寿险市场集中度方面，截至 2018 年末，我国共有人身保险公司 91 家，其中中资公司 63

家，外资公司 28 家，主体数量稳步增长。2016~2018 年，我国人身保险行业市场集中度高，原保费收入前 10 大公司市场份额合计占比在 70% 以上，前十大寿险市场集中度呈一定波动。2018 年，前七大寿险公司原保费收入市场占有率进一步提升，安邦人寿被接管后业务处于调整期，原保费收入市场占有率快速下降。此外，外资人身保险公司原保险保费收入合计市场份额为 8.10%，市场占有率呈上升趋势，但仍维持在较低水平。

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，但占比整体呈下降的趋势，健康保险占比整体呈上升态势，2018 年，我国寿险业务占人身险业务的 76.06%，健康险业务占 20.00%。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 2018 年以来，部分处于业务转型期的中小保险公司，为维持总提业务规模的增长，相继推出中长期万能险产品，万能险业务规模较 2017 所有增长。2018 年，寿险行业共实现总保费收入 3.45 万亿元，同比增长 6.62%；实现原保险保费收入 2.63 万亿元，同比增长 0.85%，增速明显放缓；保户投资款新增交费 0.80 万亿元，同比增长 34.98%。

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。

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，2018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增速较快，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。

投资收益方面，2018年，受股市低迷，上证指数累计下跌24.59%，股票型基金全线亏损，使得保险公司在股票和股票型基金投资方面多有亏损；并且之前年度较好的蓝筹股跌幅明显，令配置蓝筹较多的险资多有亏损；此外，多家险企在2018年中期加大久期国债等固定收益资产的配置，且下半年，部门债券出现违约，致使部分险企投资收益下滑；整体看，受公开权益市场下跌等多方面影响，险资投资收益水平明显下滑。截至2018年末，国内保险资金运用余额16.41万亿元，较上年末增长9.97%，占国内保险行业资产总额的89.51%。从投资资产结构来看，保险资金运用配置更趋优化，截至2018年末，银行存款与债券投资合计占比49.21%，较2017年末上升1.7个百分点；股票和证券投资基金占比11.71%，下降0.59个百分点；其他投资占比39.08%，下降1.11个百分点，其中长期股权投资规模逐年上升，非标类投资呈下降趋势。总体看，2018年，银行存款及债券投资规模较大，收益相对稳定，仍是保险资金运用最重要资产配置选项；股票和证券投资基金在平稳增长一段时间后规模有所压缩；非标类投资总额和占比有所下降。由于保险资金运用金额大、占比高，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；2017年以来，随着保险资金运用效率提高，投资收益有所改善；2018年，受资本市场下跌影响投资收益水平明显下降；2018年资金运用收益率4.30%，同比下降

1.43个百分点。2019年以来，随着保险公司投资端继续放开，股票市场估值处于相对低位，权益类资产投资收益率有相对改善的空间且权益资产对投资收益率的影响相对较大，未来险企投资收益水平有望得到改善。

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。从2018年第四季度寿险公司披露的偿付能力报告可以看出，与2017年相比，综合偿付能力充足率及核心偿付能力充足率均有所上升，但仍有部分寿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%)，而中法人寿核心和综合偿付能力充足率均为负。2018年第四季度，人身险公司平均综合偿付能力充足率为214%。总体看，业务的发展及资本市场的变化将会增加寿险行业的风险管控的难度，从而使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。2018年，监管机构在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显著增长，全年人身险行业审批通过发行265亿元(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，2018年人身险公司累计补充注册资本182.48亿元。总体看，虽然保险行业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，另外，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。

四、公司治理与内部控制

截至 2018 年末，公司股本为 381.65 亿元，财政部作为第一大股东持有公司 64.45% 的股份，H 股股东合计持有公司 35.55% 的股份。

公司按照现代企业制度和《公司法》规定，建立了由股东大会、董事会、监事会和高级管理层组成的“三会一层”的法人治理架构。公司持续优化公司治理实践，完善公司治理体系，形成了协调运转、有效制衡的公司治理机制。

截至 2018 年末，公司董事会共有董事 11 名，其中执行董事 2 名、非执行董事 5 名、独立非执行董事 4 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、提名与薪酬委员会和关联交易控制委员会五个专门委员会。公司监事会共有监事 7 名，其中股东代表监事 1 名、职工代表监事 3 名、外部监事 3 名。监事会下设提名委员会和监督委员会，委员会主任由外部监事担任。公司高级管理层由 1 位总裁、2 位副总裁、1 位总裁助理、1 位首席风险官和董事会秘书 6 位成员组成。高级管理层下设业务决策委员会、业绩考评委员会、财务审查委员会等 7 个专门委员会。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。

2018 年，公司围绕监管要求和公司发展战略，不断完善内部控制体系：“合规年”制度清理工作收尾，各项制度更新挂网发布并有效运转；在银保监会深化整治市场乱象专项治理工作中，公司总部各部门、分公司对发现的问题进行整改，从制度层面固化整改措施，以提升制度合规性。此外，公司依据相关政策规定，结合公司内部控制制度，制定了 2018 年度内部控制评价实施方案，明确了内部控制评价的内控、程序和方式。

2018 年，根据监管的要求，公司以风险为导向开展专项审计及内部控制评价工作。专项审计方面，公司组织开展了集中采购项目专项

审计，推动有关法律法规和公司各项规章制度的落实，夯实合规基础；贯彻落实银保监会要求，开展绩效考评和薪酬管理专项审计；对系统内领导干部履职情况开展任期经济责任审计。内部控制评价方面，公司采取总部各部门、各分、子公司全面自评、现场测试和重点抽查相结合的方式，对内部控制的有效性和充分性进行评价，提出相关改进建议。

总体看，公司拥有健全的“三会一层”的组织架构，公司治理机制完备；根据监管要求不断加强内部控制体系建设，公司内控制度和审计体系逐步完善，综合化管理水平稳步提升。

五、主要业务经营分析

公司的主要业务包括不良资产经营、投资及资产管理和金融服务业务。其中，不良资产经营业务是公司的传统优势业务，在进行不良资产收购、处置以及问题机构托管过程中，公司积极开展重组和重整工作，获得了多张金融业务牌照，业务范围已经拓展至银行、证券、期货、信托、租赁、基金管理、保险等多个领域。

1. 不良资产经营业务

不良资产经营业务是公司的核心业务，由公司本部负责开展。2018 年，按照公司香港年度报告口径，公司不良资产经营业务实现收入 448.06 亿元，较上年减少 1.02%，占公司收入总额的比例为 41.86%；实现税前利润 109.01 亿元，较上年下降 27.10%，占公司税前利润的比例为 58.49%，不良资产经营业务对公司收入和利润的贡献有所上升。整体看，2018 年公司不良资产经营业务收入与上年基本持平，但税前利润大幅下降，主要为公司发展核心业务，当年融资规模上升，同时叠加资金成本上升的因素，导致利息支出较快上升所致。

目前公司不良资产经营业务种类主要包括收购金融机构和非金融企业的不良债权资产，

进行管理和处置；经营、管理和处置债转股资产；以集团协同的方式开展不良资产综合经营，对问题资产和问题机构进行重组、托管清算并开展特殊机遇业务。

不良债权资产管理和处置方面，2018年，公司落实战略部署，坚持聚焦主业，抓住市场机遇并把握处置节奏，处置规模和处置收益较上年均有所增加。2018年，公司新增不良债权资产（账面成本）1695.98亿元，实现不良债权资产处置收入305.84亿元，较上年增长15.11%。截至2018年末，公司不良债权资产净额4052.48亿元，其中房地产业不良债权资产占比较高。

从不良债权资产的收购来源情况看，公司的不良债权资产包括来自银行的不良贷款和其他不良债权及其他非银行金融机构的不良资产（以下简称“金融类不良资产”）以及非金融机构的应收账款等（以下简称“非金融类不良资产”），其中金融类不良资产主要来自国有大型商业银行和股份制商业银行。2018年，公司新增金融类和非金融类不良资产收购金额分别为751.87亿元和944.10亿元，较上年分别下降19.38%和13.22%；截至2018年末，金融类和非金融类不良资产净额分别为1935.15亿元和2117.33亿元，较上年末分别增长15.01%和8.18%，收购的不良资产净额增速有所放缓。

从不良债权资产的经营模式情况来看，公司不良债权资产经营模式分为收购经营模式和收购重组模式。收购经营模式不良资产主要来源于银行，收购重组类不良资产主要来自非金融机构。2018年，在收购经营类业务方面，公司把握银行等金融机构处置不良资产机会，发挥不良资产估值定价等专业优势，审慎开拓业务，同时加快资产周转，提高资产处置效率。在收购重组类业务方面，公司在“烂尾楼盘活”和“国企主辅剥离”等领域建立了较成熟的业务模式：提高项目准入标准，严控新增资产质量，同时进一步加深同龙头客户合作，协同集团多种金融工具和手段，从财务重组转向深度资源整合。截至2018年末，公司收购经营类

不良债权资产和收购重组类不良债权资产净额分别为1894.58亿元和2157.90亿元，分别较上年末增长27.32%和0.28%，收购经营类规模占比上升到46.75%；2018年，公司收购经营类不良资产内部收益率为15.50%，收购重组类不良资产月均年化收益率为8.40%，较上年均有小幅下降。截至2018年末，公司收购重组类不良资产不良率为3.13%，占比较上年有所上升。

2018年，公司把握市场化债转股等政策机遇，对存量债转股采取“一企一策”的经营方式，综合多种金融手段支持债转股企业发展，同时主动对接，积极开展市场化业务。公司通过债转股、以股抵债和其他不良资产经营相关的交易获得债转股资产。截至2018年末，公司持有债转股资产账面价值698.87亿元，较上年末增长12.03%。2018年，公司债转股资产实现公允价值变动收益73.67亿元，占公司收入总额的6.88%。

在开展针对不良债权资产进行购买和处置业务的同时，公司接受金融机构、非金融机构以及地方政府的委托，经营金融类和非金融类不良资产，对其进行管理和处置，并根据现金回收情况获取佣金收益。截至2018年末，公司受托不良资产余额129.70亿元，较上年末下降14.39%。

总体看，凭借丰富的处置经验和极强的专业优势，公司不良资产经营业务稳步发展，同时得益于处置效率的提高和周转速度的加快，不良资产处置业务对收入和利润的贡献程度进一步提升。

2. 投资及资产管理业务

公司投资及资产管理业务由公司本部以及信达投资有限公司（以下简称“信达投资”）、中国信达香港控股有限公司（以下简称“信达香港”）、中润经济发展有限责任公司、信达资本管理有限公司（以下简称“信达资本”）等子公司负责开展，主要业务模式包括自有资金投资、资产管理业务以及其他业务。2018年，按照公

司香港年度报告口径，公司投资及资产管理业务实现收入 350.59 亿元，占公司收入总额的比例为 32.76%；实现税前利润 92.98 亿元，占公司税前利润的比例为 49.49%，占比较上年均有所提升。

公司自有资金投资主要包括围绕不良资产业务所进行的股权投资、围绕不良资产业务所进行的房地产投资和开发以及包括基金、债券、信托、理财产品在内的其他投资。自有资金的投资收益主要包括归于投资及资产管理版块下的投资收益、利息收入、投资性物业净收入和酒店经营收入等。2018 年，公司继续发挥不良资产核心业务优势，聚焦问题机构和问题资产，合理配置中长期股权资产，调整优化集团资产和收入结构；在资产管理业务方面，公司继续稳健发展以固定收益为特征的资产管理业务，加大对第三方资金的募集力度。截至 2018 年末，公司自有资金投资余额为 2184.20 亿元，较上年末增长 12.98%；2018 年，公司实现自有资金投资收益 146.20 亿元，较上年下降 14.30%，主要是由于相关投资资产收益率下降所致。

公司的投资业务由母公司以及信达投资、信达香港、中润发展等子公司负责开展。从投资类别情况来看，公司投资产品种类丰富，主要为债券投资、长期股权投资、基金投资、信托及资管计划及衍生品投资。截至 2018 年末，公司债券投资余额 1241.20 亿元，其中金融债、公司债和政府债、公共机构及准政府债券的投资余额占比分别为 33.07%、18.93%和 46.89%；公司长期股权投资稳步增长，投资联营及合营企业余额有所上升，但同时信托、资管计划及衍生品和基金投资规模整体保持稳定。截至 2018 年末，公司长期股权投资 743.59 亿元，较上年末增长 6.36%，2018 年新增对淮南矿业(集团)有限公司的股权投资；公司基金投资规模 1042.43 亿元，信托计划、资产管理计划及衍生品余额 559.56 亿元。

公司投资及资产管理业务条线下的资产管

理业务主要为私募基金管理业务。业务模式为由信达资本担任管理人，采用私募基金（主要为有限合伙企业及有限责任公司形式）、信托计划等特殊目的载体，主要以自有资金出资为基点，募集外部资金开展共同投资，以此收取管理费收入和超额收益分成。截至 2018 年末，公司以私募基金为主的资产管理业务规模为 3581.10 亿元，较上年末略有增长，其中第三方投资余额为 2852.60 亿元；2018 年管理费收入为 9.30 亿元，较上年有所下降。

此外，公司投资及资产管理业务还包括公司本部、信达投资和信达香港提供的咨询和顾问业务。2018 年，公司本部、信达投资和信达香港的咨询和顾问服务业务合计收入为 1.10 亿元，较上年有所下降，主要是由于公司本部及信达香港的投资咨询及财务顾问业务收入有所下降所致。

3. 金融服务业务

公司形成了多元协同的金融服务平台，涵盖银行、证券、期货、基金管理、信托、融资租赁和保险等，由公司旗下的南洋商业银行有限公司（以下简称“南商银行”）、信达证券、信达期货有限公司（以下简称“信达期货”）、信达国际控股有限公司（以下简称“信达国际”）、信达澳银基金管理有限公司（以下简称“信达澳银基金”）、金谷信托、信达租赁、幸福人寿等子（孙）公司负责。2018 年，公司发展能为拓展不良资产业务和资产管理业务提供服务和支持的金融服务业务，建立不同子公司和业务品种协同激励制度，推动公司主业和各业务平台之间的协同发展。2018 年，公司金融服务业务实现收入 293.82 亿元，较上年下降 31.41%，占公司营业收入的 27.45%；税前利润为-14.11 亿元，呈亏损状态，主要由幸福人寿保费收入大幅减少以及权益类投资损失造成年度大幅度亏损拖累所致。

2018 年，南商银行充分发挥企业金融业务基础好、协调效应强的优势，为客户提供有针

对性的综合金融服务方案；以财富管理为重点，为中高端客户资产配置需求提供个性化、定制化的综合财富管理解决方案；有效利用跨境业务特色，为跨境业务拓展可持续发展的合作伙伴，打造跨境业务综合金融服务平台。截至 2018 年末，南商银行资产总额 4076.0 亿元，贷款总额 2234.0 亿元，存款总额 3016.0 亿元；不良贷款率 0.56%；总资本比率 18.73%，一级资本比率 16.97%；2018 年实现收入 136.7 亿元，税前利润 38.4 亿元。

信达证券是公司在大陆地区开展证券业务的平台。截至 2018 年末，信达证券注册资本 25.69 亿元，公司持有信达证券 99.33% 的股份。近年来，信达证券构建了较为完善的公司治理架构和风险管理体系，各项业务发展态势良好。信达证券主要业务包含证券经纪业务、期货业务、投资银行业务以及资产管理业务。2018 年，信达证券实现净收入 14.58 亿元，较上年减少 17.12%，主要由于 2018 年证券市场成交量萎缩导致经纪业务手续费净收入下降，以及资产管理业务收入下降所致。其中，上述各项业务净收入占比分别为 31.3%、11.5%、26.1% 及 5.8%。

信达期货为信达证券的全资子公司，公司的孙公司，是公司在大陆地区开展期货业务的平台。截至 2018 年末，信达期货注册资本 5.00 亿元，经营范围包括商品期货经纪和金融期货经纪等。2018 年，信达期货实现期货业务收入 1.67 亿元，营业利润 0.66 亿元。

信达国际为公司参与国际市场提供综合资产管理服务。截至 2018 年末，信达国际注册资本 0.64 亿港元，公司通过信达香港持有信达国际 63.00% 的股份。信达国际是公司在香港地区开展证券和期货业务的平台，2018 年实现收入 2.09 亿元。

金谷信托成立于 1993 年，经公司重组和增资，2009 年获准重新登记开业。截至 2018 年末，金谷信托注册资本 22.00 亿元，公司持有其 92.29% 的股份。金谷信托业务范围包括资金信托、动产信托、不动产信托、有价证券信托、

其他资产或财产权信托等，是公司开展信托业务的平台。2018 年，金谷信托充分发挥信托“跨市场、跨行业、跨产品”的功能优势，将自身打造为集团公司金融控股架构下的重要资产管理平台和财富管理平台。截至 2018 年末，金谷信托存续信托资产管理项目 142 个，管理资产余额 1401.0 亿元；从信托产品类型情况来看，单一信托计划规模及占比有所上升，集合信托计划占比下降；从投资方式情况来看，融资类、事务管理类和投资类规模占比分别为 8.7%、77.5% 和 13.8%；从融资方行业分布情况来看，融资方主要为资产证券化项目、房地产业和基础产业等。截至 2018 年末，金谷信托总资产 47.38 亿元，所有者权益 40.13 亿元；2018 年实现收入 5.12 亿元，利润总额 2.30 亿元。

信达租赁成立于 1988 年，2010 年公司通过重组增资成为控股股东。2018 年，信达租赁通过重构盈利模式，提升业务创新能力，在航空租赁及新能源领域取得突破。截至 2018 年末，信达租赁注册资本 35.05 亿元，公司持有其 99.64% 的股份。信达租赁业务范围包括融资租赁业务、同业拆借、租赁物品残值变卖及处理、向商业银行转让应收租赁款等，是公司开展租赁业务的平台。截至 2018 年末，信达租赁资产总额 509.75 亿元，其中应收融资租赁款净额 462.61 亿元，股东权益 71.12 亿元；2018 年实现收入 12.40 亿元，净利润 1.81 亿元。

信达澳银基金成立于 2006 年，截至 2018 年末注册资本 1.00 亿元，公司持有其 53.64% 的股份。信达澳银基金业务范围包括基金募集、基金销售、资产管理等，是公司开展公募基金管理业务的平台。截至 2018 年末，信达澳银基金共有公募基金 21 支，管理资产总额 341.20 亿元，2018 年实现基金管理费收入 1.26 亿元。

公司通过幸福人寿开展保险业务。幸福人寿于 2007 年 11 月成立，主要经营各类人寿保险、健康保险、意外保险以及再保险业务。截至 2018 年末，幸福人寿注册资本 101.30 亿元，公司持有其 51.00% 的股份。截至 2018 年末，

幸福人寿资产总额 678.41 亿元，所有者权益 46.66 亿元；2018 年实现营业收入 105.13 亿元，其中原保费收入 91.66 亿元，较上年大幅下降，主要是由于整体保险业务收入尤其是人寿保险业务收入下滑明显所致；受投资损失影响全年利润总额-68.80 亿元，亏损对于公司 2018 年盈利带来较大负面影响。2019 年 6 月，公司已发布公告拟转让幸福人寿全部股权。

总体看，公司搭建了涵盖多方面业务的多元化经营平台，有利于公司各业务板块形成协同效应，为公司业务持续发展奠定基础；幸福人寿盈利对投资收益依赖程度高，2018 年资本市场大幅波动造成保险业务板块亏损，对公司的整体业绩形成一定拖累。

六、财务分析

中国信达提供了 2018 年合并财务报表。安永华明会计师事务所（特殊普通合伙）对上述合并财务报表进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计报告。公司合并范围包括中国内地 29 家子（孙）公司，在澳门和香港 9 家子公司，在百慕大和开曼群岛的 2 家子公司，此外还包括数十家以信托产品、基金、资产管理计划及公募基金产品为形式的结构化主体。

1. 资产质量

截至 2018 年末，公司资产总额 14957.59 亿元，较上年末增长 7.85%，资产结构较上年末保持稳定。资产构成以发放贷款和垫款、投资资产和同业资产为主（见附录 3：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。截至 2018 年末，公司现金类资产总额 166.52 亿元，占资产总额的 1.11%，占比较低。公司货币资金主要为公司自有的银行存款。

公司同业资产主要由存放金融机构款项及买入返售金融资产构成。截至 2018 年末，公司同业资产总额 1323.78 亿元，占资产总额的 8.85%，其中存放金融机构款项 801.03 亿元，

买入返售金融资产 339.05 亿元。

2018 年，公司继续将南商银行作为集团协同战略的核心平台重点发展，银行业务保持稳步发展，发放贷款规模稳步增长。截至 2018 年末，公司发放贷款和垫款总额 3442.78 亿元，较上年末增长 7.91%，发放贷款以对公贷款为主；扣除减值准备 76.62 亿元后，发放贷款和垫款净额 3366.17 亿元，占资产总额的 22.50%；公司融出资金余额 58.04 亿元，应收融资租赁款 478.30 亿元，较上年末略有增长。

公司的投资资产包括金融投资、长期股权投资和投资性房地产（见附录 3：表 2）。2018 年，公司加大了投资资产配置力度，投资资产规模有所上升，但在资产总额中占比保持稳定。截至 2018 年末，公司投资资产净额 8765.99 亿元，以债券投资、不良债权资产、信托计划、资产管理计划及衍生品、基金、长期股权投资、和权益工具等构成。2018 年，公司继续在战略方面回归主业，收购不良债权、不良贷款及应收款项余额稳步增长。截至 2018 年末，收购的不良债权、不良贷款及应收款项余额（含应计利息）合计 4168.55 亿元，较上年末增长 11.83%，占投资资产总额的 46.76%。2018 年，公司债券投资规模保持稳定，基金投资规模有所收缩。截至 2018 年末，公司债券投资总额 1241.20 亿元，占投资资产总额的 13.92%，其中政府债、公共机构及准政府债券余额 581.98 亿元，公司债券 234.99 亿元，金融债券 410.44 亿元，另配置了少量私募债券。截至 2018 年末，公司基金投资余额 1042.43 亿元，较上年末减少 6.60%。

2018 年，公司加大了股权投资力度，长期股权投资保持稳步增长，非标资产投资及其他类资产增速放缓。截至 2018 年末，公司长期股权投资 743.59 亿元，较上年末增长 6.36%，新增对淮南矿业（集团）有限公司的股权投资；信托计划、资产管理计划及衍生品投资余额合计 559.56 亿元，权益工具余额 690.96 亿元，其他类投资余额 467.98 亿元，包括债务工具、证券投资、理财产品及投资性房地产等。

2018年，中国信达母公司资产保持增长态势。截至2018年末，母公司的资产总额7509.02亿元，其中同业资产占7.72%，投资类资产占88.90%，其他资产占3.39%。截至2018年末，母公司投资资产净额6675.20亿元。其中，交易性金融资产净额3310.36亿元，包括收购经营类不良债权、基金、股权投资、信托产品及资产管理计划等；债权投资净额2187.16亿元，主要为从非金融机构的购入的不良债权资产，债权投资计提减值准备131.01亿元；长期股权投资净额1140.76亿元。

总体看，中国信达资产总额保持稳步增长态势，资产结构保持稳定。

2. 负债来源

2018年，公司负债规模保持稳步增长。截至2018年末，公司负债总额13171.91亿元，较上年末增长8.08%，以借款、吸收存款、应付债券和其他类负债为主，同业负债和代理买卖证券款项占比较低（见附录3：表1）。

2018年，公司的借款规模较上年略有下降。截至2018年末，公司借款5708.70亿元，占负债总额的43.34%；公司借款以1~2年期限以内固定利率信用借款为主。

公司吸收存款主要为子公司南商银行的客户存款。近年来随着业务的持续开展存款稳步增长，截至2018年末，公司吸收存款余额为2541.00亿元，其中定期存款占存款总额的61.75%，公司存款占52.54%，定期存款占比有所提升，整体存款稳定性较好。

2018年，为支持业务发展，公司发挥负债优势，总部以及下属子公司等主体加大金融债券、资产支持证券、美元债以及发行同业存单等多种方式的融资力度，应付债券规模保持较快增长。截至2018年末，公司应付债券2831.15亿元，较上年末增长39.90%，主要是由于公司当年新增发行金融债券、资产支持证券以及部分美元优先票据等金额较大所致，应付债券占负债总额的21.49%，占比继续提升。

2018年，公司其他类负债的规模及占负债总额的比例有所下降。截至2018年末，公司其他类负债总额1432.20亿元。其中，保户储金及投资款132.06亿元；保险合同准备金376.07亿元；其他负债414.56亿元，其中合并结构化主体其他所有者权益92.00亿元，主要为公司私募基金、信托、理财产品及资产管理计划。

2018年，中国信达母公司负债总额稳步增长。截至2018年末，母公司负债总额为6162.78亿元，较上年末增长10.60%。其中，应付债券1452.55亿元，借款4564.62亿元，借款全部为信用借款，期限以1~2年内为主。

总体看，2018年以来，公司加大金融市场融资力度，总部和下属子公司等不同主体通过金融债、美元债等债券发行方式扩大融资规模，负债规模保持稳步增长。

3. 经营效率与盈利水平

2018年，幸福人寿保费收入大幅下滑以及金融市场的大幅波动造成其投资收益明显下滑两方面对营业收入带来负面影响，公司营业收入有所下降（见附录3：表3）。2018年，公司实现营业收入1093.42亿元，较上年下滑10.05%，营业收入主要包括不良资产处置收益、投资收益、利息收入、已赚保费等。

不良资产经营业务是公司的核心业务。2018年，公司落实战略部署，坚持聚焦主业，把握不良资产处置节奏，处置收益稳步增长。2018全年实现不良资产处置收益净318.41亿元，较上年增长17.65%，占营业收入的29.12%。2018年，受会计准则转换影响，可供出售金融资产中重分类至交易性金融资产的处置净收益、利息收入、分红收入及尚未实现的公允价值变动在公允价值变动中列示，以摊余成本计量的其它债权投资和债权投资项下的其他债务工具按照实际利率法的收入在利息收入列示，加之金融市场的大幅度波动在一定程度上对投资收益带来较大负面影响，故2018年公司投资收益较上年出现较大幅度下降。2018年，公司

全年实现投资收益 207.12 亿元，占营业收入的 18.94%。公司的利息收入主要来自发放贷款及垫款和金融投资项下的以摊余成本计量的其他债券投资和其他债务工具投资，2018 年利息收入 257.55 亿元，占营业收入的 23.55%；已赚保费来自旗下幸福人寿的寿险业务收入，2018 年保费收入 91.29 亿元，较上年下滑 52.62%，主要由于其业务转型过程中理财性质的受限保费收入大幅下降所致；房地产销售收入主要来自于子公司信达地产的房地产销售收入，近年来房地产业务发展良好，2018 年实现房地产销售收入 174.38 亿元，较上年增长 21.45%；手续费及佣金收入主要包括托管租赁业务、证券期货经纪业务、咨询服务、证券承销及基金管理等业务的手续费及收入，2018 年实现手续费及佣金收入 37.18 亿元，占比相对较低。

公司营业支出主要由利息支出、业务及管理费、保险业务成本、房地产销售成本和资产减值损失构成。2018 年，公司营业支出 927.75 亿元，较上年下降 3.67%，保持基本稳定。支出结构上，公司保险业务由于业务发展收缩导致保险业务成本大幅度下降，但同期融资力度加大以及融资成本上升导致利息支出大幅度增长。2018 年，公司保险业务成本支出 105.44 亿元，较上年下降 49.58%；2018 年，随着公司在金融市场融资规模的上升，利息支出增长明显，全年利息支出 480.02 亿元，较上年增长 26.36%；受会计准则转换影响，2018 年公司资产减值损失规模有所下降，全年信用减值损失和其他资产减值损失合计 81.59 亿元，以债权投资减值损失和发放贷款和垫款减值损失为主。2018 年，公司业务及管理费 105.79 亿元，较上年减少 10.98%，主要由于职工薪酬下降所致。

2018 年，受保险业务亏损和投资收益下滑的影响，公司的净利润大幅下降，全年实现净利润 118.80 亿元，较上年下降 36.67%。从收益率指标看，2018 年，公司平均资产收益率和平均净资产收益率分别为 0.82% 和 8.32%，盈利能

力较上年有所下降。

2018 年，虽然不良资产处置净收益较快增长，但由于金融市场大幅波动带来的投资收益下降，中国信达母公司营业收入有所下滑，全年实现营业收入 517.37 亿元，较上年下降 6.13%。其中，不良资产处置净收益 316.57 亿元，较上年增长 17.83%；投资收益大幅下降，全年母公司投资收益 164.37 亿元，较上年下降 38.25%。2018 年，由于利息支出较快增长，母公司营业支出有所增长，全年营业支出 401.40 亿元，较上年增长 8.72%，其中利息支出 312.85 亿元，资产减值损失 56.24 亿元，业务及管理费 27.71 亿元。2018 年，母公司实现净利润 91.57 亿元，较上年下降 34.31%。

总体看，2018 年公司聚焦主业，不良资产处置相关收入快速增长，但公司保险业务下滑和投资业务收益下降对营业收入带来较大负面影响，叠加融资规模和融资成本同时上升带来利息支出的增加，使得利润受到较大侵蚀，盈利水平有所下滑；此外，受会计准则转换影响，金融资产重分类加剧了利润表的波动，对当年净利润造成一定负面影响。

4. 现金流分析

2018 年，由于取得借款收到的现金规模下降，同时偿还借款支付的现金有所增加，公司经营现金流由正转负；由于投资支付的现金大幅下降，投资活动产生的现金流出同比上年继续下降；筹资活动现金流保持净流入主要是由于公司继续保持较高的债券发行强度以获取现金（见附录 3：表 4）。整体看，公司现金流状况趋紧，对于通过金融市场筹资的依赖程度有所上升。

5. 资本充足性

2018 年 8 月，公司对于 2017 年度的利润进行分配，以现金分红的方式每股派股息 0.142 元人民币，共计分配股息 54.19 亿元人民币。截至 2018 年末，公司股东权益 1785.68 亿元，

其中股本 381.65 亿元，其他权益工具 212.81 亿元，未分配利润 540.41 亿元，资本公积 212.57 亿元，盈余公积 78.58 亿元，一般风险准备 150.43 亿元。

截至 2018 年末，中国信达母公司股东权益 1346.23 亿元，其中股本 381.65 亿元，其他权益工具 212.81 亿元，未分配利润 380.74 亿元，资本公积 200.25 亿元。2018 年，随着各项业务的良好发展，公司资本充足水平有所下降，但仍保持较好水平。截至 2018 年末，母公司核心一级资本充足率为 10.21%，一级资本充足率为 13.49%，资本充足率为 16.01%。

6. 偿债能力

2018 年，中国信达母公司的杠杆水平略有增长（见附录 3：表 5），截至 2018 年末，母公司资产负债率为 82.07%。2018 年，母公司 EBITDA 为 430.01 亿元，EBITDA 利息倍数为 1.37 倍，母公司盈利对利息支出的保障程度较好，但由于利息支出上升，EBITDA 利息倍数持续下行态势值得关注；全部债务/EBITDA 为 14.02 倍，母公司盈利对债务本金的保障程度一般。

总体看，母公司盈利对于利息支出和债务本金的保障程度有所减弱，但考虑到中国信达作为国有控股的资产管理公司，拥有极强的筹资能力和资产变现能力，公司整体的偿付能力强。

七、债券偿付能力分析

1. 金融债券偿债能力

截至本报告出具日，中国信达已发行且在存续期内的金融债券本金为 800 亿元。以 2018 年末财务数据为基础进行简单计算，中国信达可快速变现资产、经营性现金流入量、股东权益和净利润对金融债券本金的保障倍数见表 5。总体看，中国信达对金融债券的偿付能力较强。

表 5 金融债券保障情况 单位：亿元、倍

项目	2018 年末
金融债券本金	800
可快速变现资产/金融债券本金	3.41
经营性现金流入量/金融债券本金	0.35
净利润/金融债券本金	0.15
股东权益/金融债券本金	2.23

数据来源：中国信达年度报告，联合资信整理

2. 二级资本债券偿债能力

截至本报告出具日，中国信达存续期内的二级资本债券账面价值为 100.00 亿元，二级资本债券的偿付顺序位于金融债券之后。以 2018 年末财务数据为基础进行简单计算，中国信达母公司可快速变现资产、股东权益和净利润对已发行的二级资本债券和金融债券本金的保障倍数见表 6。总体看，中国信达对已发行二级资本债券的保障情况较好。

表 6 二级资本债券保障指标 单位：亿元、倍

项目	2018 年
二级资本债券本金+金融债券本金	900.00
可快速变现资产/（金融债本金+二级资本债券本金）	4.32
净利润/二级资本债券本金	0.10
股东权益/二级资本债券本金	1.50

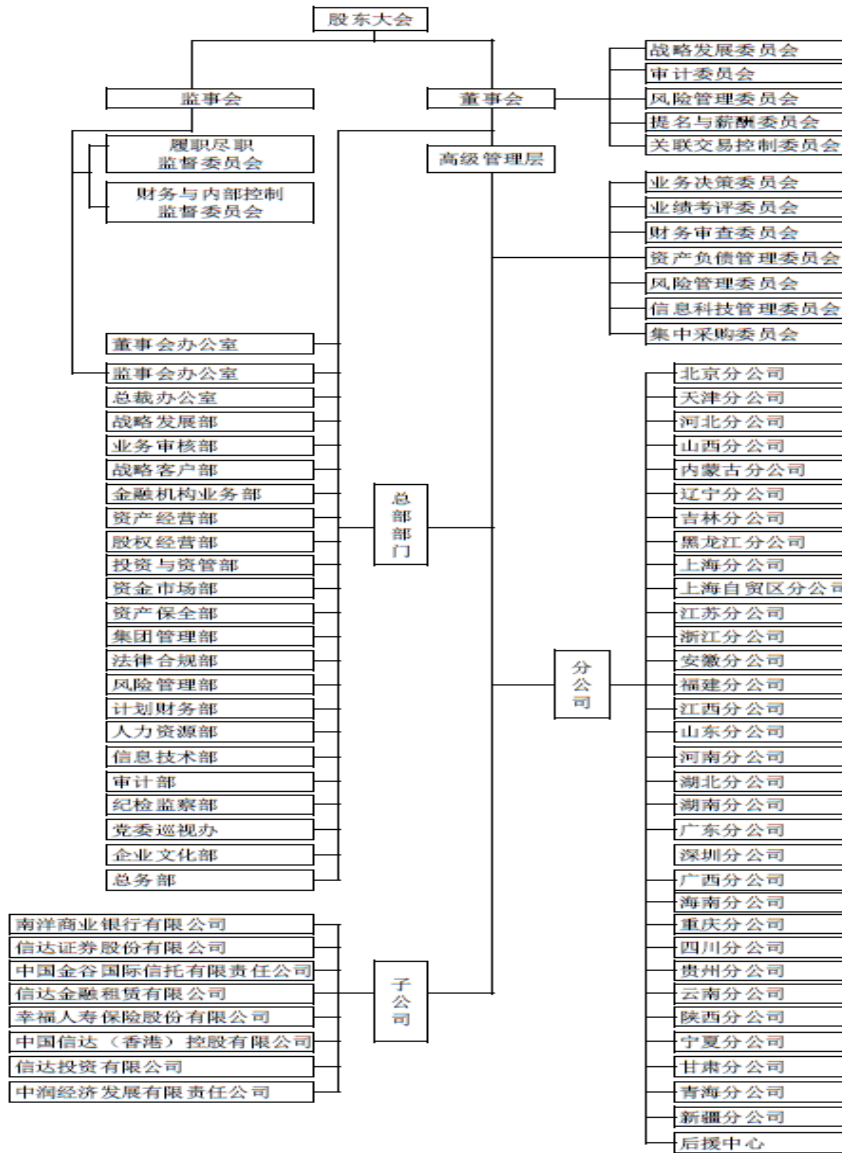
资料来源：中国信达年度报告，联合资信整理

八、评级展望

作为财政部控股的资产管理公司，中国信达股东背景强，在化解金融风险、推动国有银行和国有企业改革方面起到积极作用，能够得到中央政府的支持；公司内部控制体系完备，综合化管理水平高；2018 年以来，公司持续聚焦不良资产经营业务，抓住市场机遇并把握处置节奏，发挥专业化水平，处置规模和处置收益稳步提升，主业对于营业收入和利润的贡献程度进一步提升；依托母公司客户资源和品牌优势，发挥协同效应，公司银行、地产、证券、期货、信托、租赁等业务板块较快发展。另一方面，公司保险业务受金融市场波动的拖累出

现亏损，对整体业绩带来一定负面影响；受会计准则转换影响，金融资产重分类加大了利润表的波动，加剧了投资亏损对于当期净利润的侵蚀。综上，联合资信认为，在未来一段时期内中国信达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 子公司情况

中国信达直接控股子公司	注册地	业务性质
中国信达（香港）控股有限公司	香港	投资控股
中润经济发展有限责任公司	北京	投资管理
信达证券股份有限公司	北京	证券经纪
信达投资有限公司	北京	实业投资
幸福人寿保险股份有限公司	北京	人寿保险
中国金谷国际信托有限责任公司	北京	信托投资
信达金融租赁有限公司	兰州	金融租赁
中国信达间接控股子公司		
南洋商业银行有限公司	香港	商业银行
中国信达（香港）资产管理有限公司	香港	资产管理
中国信达基金管理有限公司	香港	基金管理
中国信达（香港）投资管理有限公司	香港	投资控股
信达（中国）投资有限公司	香港	投资控股
中国信达（澳门）资产管理有限公司	澳门	资产管理
华建国际集团有限公司	香港	投资控股
信达金融控股有限公司	香港	项目投资
信达期货有限公司	杭州	期货经纪
信风投资管理有限公司	北京	投资管理
信达创新投资有限公司	北京	投资管理
信达澳银基金管理有限公司	深圳	基金管理
海南建信投资管理股份有限公司	海口	投资管理
三亚天域实业有限公司	三亚	实业开发
上海同达创业投资股份有限公司	上海	投资管理
深圳市建信投资发展有限公司	深圳	实业投资
河北信达金建投资有限公司	廊坊	实业投资
河南省金博大投资有限公司	郑州	房产租赁
信达资本管理有限公司	天津	投资控股
武汉东方建国大酒店有限公司	武汉	酒店管理
信达地产股份有限公司	北京	房地产开发
信达建润地产有限公司	北京	房地产开发
大连信达中连投资有限公司	大连	项目投资
信达国际控股有限公司	百慕大	投资控股
北京始于信投资管理有限公司	北京	资产管理
信达股权投资（天津）有限公司	天津	私募基金
合肥亚太科技发展有限公司	合肥	房地产开发
宁波梅山保税港区润浙投资管理有限责任公司	宁波	投资管理
北京信达房地产开发有限公司	北京	房地产开发
2018 年新增子公司		
淮矿地产有限责任公司	安徽	房地产开发
合肥中环融城置业有限公司	安徽	房地产开发
合肥中环亿城置业有限公司	安徽	房地产开发
翡翠航空有限责任公司	开曼群岛	飞机租赁

资料来源：中国信达年度报告，联合资信整理

附录3 主要财务数据及指标

表1 合并资产负债表结构

单位：亿元、%

项 目	2018年末		2017年末		2016年末	
	金额	金额	占比	金额	占比	占比
现金类资产	166.52	1.11	215.11	1.55	173.68	1.48
同业资产	1323.78	8.85	1326.99	9.57	1440.53	12.27
发放贷款和垫款	3366.17	22.50	3121.18	22.50	2949.37	25.11
投资资产	8765.99	58.61	8075.82	58.23	5941.45	50.59
其他类资产	1335.14	8.93	1130.28	8.15	1239.79	10.56
合 计	14957.59	100.00	13869.38	100.00	11744.81	100.00
同业负债	555.70	4.22	230.62	1.89	314.53	3.06
代理买卖证券款	103.16	0.78	123.94	1.02	162.72	1.59
应付债券	2831.15	21.49	2023.71	16.61	1496.64	14.58
借款	5708.70	43.34	5803.52	47.62	4505.15	43.89
吸收存款	2541.00	19.29	2262.21	18.56	2046.29	19.93
其他类负债	1432.20	10.87	1742.73	14.30	1739.78	16.95
其中：合并结构化主体其他持有者权益	92.00	0.70	207.53	1.70	313.18	3.05
合 计	13171.91	100.00	12186.73	100.00	10265.11	6030.81

资料来源：中国信达审计报告，联合资信整理

表2 合并投资资产结构

单位：亿元、%

项 目	2018 末		2017 末		2016 末	
	余 额	占 比	余 额	占 比	余 额	占 比
债券投资	1241.20	13.92	1240.75	15.20	1004.04	16.69
其中：金融债	410.44	4.60	218.71	2.68	176.49	2.93
政府债、公共机构及准政府债	581.98	6.53	503.30	6.16	415.44	6.91
公司债	234.99	2.64	195.04	2.39	215.36	3.58
存款证及同业存单	0.00	0.00	292.67	3.58	142.36	2.37
其他债券	13.80	0.15	31.03	0.38	54.39	0.90
收购的不良债权、不良贷款及应收款项	4168.55	46.76	3727.48	45.65	2858.99	47.53
信托计划、资产管理计划及衍生品	559.56	6.28	539.28	6.60	409.35	6.80
权益工具	690.96	7.75	650.82	7.97	697.29	11.59
基金	1042.43	11.69	1116.07	13.67	695.27	11.56
长期股权投资	743.59	8.34	699.11	8.56	196.24	3.26
其他类投资	467.98	5.25	191.57	2.35	154.32	2.57
投资资产总额	8914.27	100.00	8165.08	100.00	6015.51	100.00
减：投资资产减值准备			148.28	89.26	74.06	
投资资产净额			8765.99	8075.82	5941.45	

数据来源：中国信达审计报告，联合资信整理

注：2018 年末其他债券为债券投资应计利息

表3 合并收益指标 单位：亿元、%

项 目	2018 年	2017 年	2016 年
-----	--------	--------	--------

营业收入	1093.42	1215.53	923.29
其中：利息收入	257.55	206.41	145.06
手续费及佣金收入	37.18	42.19	38.48
已赚保费	91.29	192.67	166.36
房地产销售收入	174.38	143.58	109.18
不良资产处置净收益	318.41	270.61	218.28
投资收益	207.12	369.43	213.55
公允价值变动收益	-25.22	-6.39	5.15
营业支出	927.75	963.13	714.00
其中：房地产销售成本	113.77	103.11	84.28
保险业务成本	105.44	209.14	175.53
手续费及佣金支出	17.71	24.05	21.22
利息支出	470.02	371.96	255.56
营业税金及附加	24.82	14.07	17.68
业务及管理费	105.79	118.84	102.34
资产减值损失	81.59	114.05	48.14
利润总额	169.37	254.11	213.01
净利润	118.80	187.58	159.82
平均资产收益率	0.82	1.46	1.69
平均净资产收益率	8.32	11.86	12.35

数据来源：中国信达审计报告，联合资信整理

表4 合并现金流量净额 单位：亿元

项 目	2018 年	2017 年	2016 年
经营活动现金流量净额	-275.92	537.31	563.44
投资活动现金流量净额	-292.78	-748.42	-1160.37
筹资活动现金流量净额	405.58	584.78	802.38
现金及现金等价物净增加额	-138.64	358.23	210.05
现金及现金等价物余额	1060.66	1199.30	841.08

数据来源：中国信达审计报告，联合资信整理

表5 母公司主要财务指标 单位：%、倍

项 目	2018 年末	2017 年末	2016 年末
资产总额	7509.02	7121.96	5651.42
股东权益	1346.24	1305.69	1224.59
营业收入	517.37	551.15	362.98
营业支出	401.40	369.21	204.92
净利润	91.57	139.40	125.59
资产负债率	82.07	81.67	78.33
EBITDA	430.01	414.78	311.97
EBITDA利息倍数	1.37	1.79	2.04
全部债务	6028.73	5676.26	4274.39
全部债务/EBITDA	14.02	13.68	13.70

数据来源：中国信达审计报告，联合资信整理

附录 4 有关计算指标的计算公式

现金类资产	现金及存放中央银行款项
同业资产	存放同业款项+拆出资金+买入返售金融资产
同业负债	同业及其他金融机构存放款项+拆入资金+卖出回购金融资产
投资资产（旧）	以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产+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
投资资产（新）	金融投资+长期股权投资+投资性房地产
可快速变现资产	现金及存放中央银行款项+存放金融机构款项+拆出资金+买入返售金融资产+债券类投资+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+卖出回购金融资产款+应付债券+借款+应付款项
全部债务/ EBITDA	全部债务/ EBITDA
资产负债率	负债总额/资产总额 $\times 100\%$
平均资产收益率	净利润/[（期初资产总额+期末资产总额）/2] $\times 100\%$
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] $\times 100\%$
资本充足率（母公司）	母公司合格资本/母公司风险加权资产 $\times 100\%$

附录 5-1 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 5-2 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