

信用评级公告

联合〔2021〕748号

联合资信评估股份有限公司通过对陕西金融资产管理股份有限公司及其拟发行的 2021 年度第一期中期票据的信用状况进行综合分析和评估，确定陕西金融资产管理股份有限公司主体长期信用等级为 AAA，陕西金融资产管理股份有限公司 2021 年度第一期中期票据信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

二〇二一年六月七日



陕西金融资产管理股份有限公司

2021 年度第一期中期票据信用评级报告

评级结果：

主体长期信用等级：AAA

本期中期票据信用等级：AAA

评级展望：稳定

债项概况：

本期中期票据发行规模：基础发行规模为 2 亿元，发行金额上限为 10 亿元

本期中期票据期限：5 年（3+2 年，附第 3 年末发行人调整票面利率选择权和投资者回售权）

偿还方式：按年付息，到期一次还本

募集资金用途：偿还有息债务以及用于项目权益出资

评级日期：2021 年 6 月 7 日

本次评级使用的评级方法、模型：

名称	版本
地方资产管理公司信用评级方法	V3.0.201907
地方资产管理公司信用评级模型（打分表）	V3.0.201907

注：上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

本次评级模型打分表及结果：

指示评级	aaa	评级结果		AAA
评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果
经营风险	A	经营环境	宏观和区域风险	1
			行业风险	2
		自身竞争力	公司治理	3
			风险管理	3
			未来发展	2
			经营分析	2
财务风险	F1	现金流	资产质量	3
			盈利能力	2
			现金流量	2
		资本结构		2
		偿债能力		1
调整因素和理由				调整子级

注：经营风险由低至高划分为 A、B、C、D、E、F 共 6 个等级，各级因子评价划分为 6 档，1 档最好，6 档最差；财务风险由低至高划分为 F1-F7 共 7 个等级，各级因子评价划分为 7 档，1 档最好，7 档最差；财务指标为近三年加权平均值；通过矩阵分析模型得到指示评级结果

评级观点

联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）对陕西金融资产管理股份有限公司（以下简称“公司”）的评级反映了其在不良资产经营和问题资产化解等主营业务实现较快发展、综合化金融服务能力逐步显现以及当地政府对公司业务开展、资本补充以及政策扶持力度较大等方面的优势。同时，联合资信也关注到，公司成立时间较短，公司治理和内控管理体系有待完善，融资成本受市场影响较大等因素对其经营发展可能带来的不利影响。

本期中期票据无担保，发行规模一般，发行后公司债务和杠杆指标变化不大，本期中期票据的偿还保障指标极好。

未来，公司秉持“投资+投行”的经营理念，持续探索“不良资产处置、问题资产化解、优质资产经营”的全资产管理模式，综合化金融服务能力有望进一步提升，收入结构有望进一步多元化。另一方面，公司不良资产收购和处置业务受外部经济环境影响较大，加之融资成本受市场影响较大，需关注此类因素对其业务发展带来的影响。联合资信对公司的评级展望为稳定。

基于对公司主体长期信用状况以及本期中期票据偿还能力的综合评估，联合资信认为，公司主体违约风险极低，本期中期票据偿还能力极强，违约风险极低。

优势

1. 不良资产经营业务在陕西省竞争优势很强，目前处置成效较好。依托于良好的股东背景以及专业背景较强的经营管理团队，公司不良资产经营业务在陕西省保持了很强的竞争优势；在进入首个不良资产集中处置回收周期后，公司不良资产处置成效较好。

2. 债转股业务优势凸显。公司市场化债转股业务保持较快发展，签约及落地规模均位居全国地方资产管理公司首位，为公司整体业务发展和潜在收益提供了较大空间。

3. 综合金融服务能力逐步提升。公司持续探索“不良资产处置、问题资产化解、优质资产经营”的全资产管理模式，综合化金融服务能力逐步提升，收入结构有望进一步多元化，有助于提升经营稳定性。

4. 陕西省政府支持力度大。公司作为陕西省人民政府唯

分析师：卢芮欣

袁宇豪

邮箱：lianhe@lhratings.com

电话：010-85679696

传真：010-85679228

 地址：北京市朝阳区建国门外大街2号
 中国人保财险大厦17层(100022)

网址：www.lhratings.com

一授权开展金融资产收购处置业务的省级法人金融资产管理公司，在业务开展、资本补充以及政策扶持等方面均能够获得陕西省政府的大力支持。

关注

1. **公司治理和内控体系有待完善。**公司成立时间短，业务经营处于初步阶段，公司治理和内控管理体系有待完善。

2. **负债资金来源对银行借款的依赖度较高。**公司负债资金来源对银行借款的依赖度较高，融资成本受市场影响较大，需关注市场资金价格波动对公司负债成本和流动性管理形成的影响。

3. **关注未来陕西省不良资产的供给和处置环境对公司不良资产经营业务的影响。**2019年以来，在当地金融机构不良资产转让意愿下降、不良资产收购市场竞争日趋激烈的环境下，公司金融不良资产业务的发展面临一定压力。2020年以来，受新冠肺炎疫情疫情影响，公司金融不良资产收购与处置均有所延缓，需关注未来陕西省金融不良资产的供给和处置环境对公司不良资产经营业务的影响。

4. **关注行业监管政策对公司业务的影响。**在监管机构加强对地方资产管理公司管理的背景下，需关注监管政策面变化对公司业务发展带来的影响。

主要财务数据：

项 目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 1-3 月
资产总额（亿元）	76.22	124.91	230.04	279.88
负债总额（亿元）	31.87	59.87	143.75	184.26
所有者权益（亿元）	44.35	65.04	86.28	95.62
资产负债率（%）	41.81	47.93	62.49	65.84
不良资产业务余额（亿元）	18.03	45.21	44.81	35.87
流动比率（%）	314.23	231.86	225.73	256.93
全部债务资本化比率（%）	36.73	44.43	61.02	--
营业收入（亿元）	1.22	5.60	7.09	0.98
利润总额（亿元）	1.69	5.02	7.94	0.25
净利润（亿元）	1.24	3.88	6.38	0.12
EBITDA 利息倍数（倍）	5.70	3.38	2.94	--
全部债务/EBITDA(倍)	12.56	7.27	11.20	--
不良资产相关业务收入/总收益（%）	70.62	58.65	71.69	--
平均资产收益率（%）	2.15	3.85	3.60	--
平均净资产收益率（%）	3.20	7.09	8.44	--
EBITDA/本期债项上限额度（倍）	0.14	0.48	0.80	--

注：1. 公司 2020 年一季度财务报表未经审计；2. 不良资产相关业务包含不良资产业务和问题资产化解业务；总收益包含营业总收入和投资收益
 资料来源：公司审计报告和财务报表，联合资信整理

主体评级历史：

信用等级	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
--	--	--	--	--	--

声 明

一、本报告引用的资料主要由陕西金融资产管理股份有限公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

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

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

四、本报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因该公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

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

陕西金融资产管理股份有限公司 2021 年度第一期中期票据信用评级报告

一、主体概况

陕西金融资产管理股份有限公司（以下简称“公司”或“陕西金资”）成立于 2016 年 8 月，是由陕西省人民政府批准并经原银监会备案的陕西省唯一一家具有金融资产收购处置业务资质的法人地方资产管理公司。公司初始注册资本 45.09 亿元，实收资本 33.10 亿元，由陕西省国资委联合陕西延长石油（集团）有限责任公司（以下简称“延长石油”）、西安市城市基础设施建设投资集团有限公司、西安经开城市投资建设管理有限责任公司、中信证券股份有限公司（以下简称“中信证券”）等 13 家股东共同发起设立；其中，陕西省人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“陕西省国资委”）下属陕西省国有资产经营有限公司净资产认缴入股，股权作价 11.99 亿元，其余股东均以货币出资。2018 年 12 月，原股东中信证券股份有限公司将其持有的 6.00 亿元陕西金资股份转让给天津宏信远鹏企业管理有限公司。2019 年 1 月，陕西财金投资管理有限责任公司、陕西煤业化工集团有限责任公司出资置换陕西省国有资产经营有限公司非货币资产认缴的陕西金资 11.99 亿元股权。2020 年 1 月 21 日，发行人股东陕西延长石油（集团）有限责任公司将持有的申请人 17.74% 的股权无偿划转至子公司陕西延长石油资本控股有限公司。截至 2021 年 3 月末，公司注册资本和实收资本为 45.09 亿元，股权较为分散，无控股股东，陕西省人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“陕西省国资委”）通过陕西煤业化工集团、陕西延长石油（集团）有限责任公司等国有企业对公司实现实际控制，故公司实际控制人为陕西省国资委，前五大股东持股情况见表 1。

表 1 2021 年 3 月末前五大股东持股情况 单位：%

股东名称	持股比例
陕西财金投资管理有限责任公司	17.74
陕西延长石油资本控股有限公司	17.74
西安城市基础设施建设投资集团有限公司	13.31
西安经开城市投资建设管理有限责任公司	13.31
天津宏信远鹏企业管理有限公司	13.31
合 计	75.41

资料来源：公司提供资料，联合资信整理

公司经营范围：收购或受托经营金融机构和非金融机构不良资产，对不良资产进行管理、投资和处置；资产经营与管理；对外投资与管理；企业并购与重组；金融机构托管与清算；财富管理、私募股权投资及咨询；资产及项目评估；财务、投资、法律及风险管理咨询与顾问；监管机构批准的其它业务活动。（依法须经批准的项目，经相关部门批准后方可开展经营活动）

截至 2020 年 3 月末，公司设有资产经营一部、资产经营二部、投资银行一部、投资银行二部、特殊资产经营部、北京事业部、风险合规部、资金财务部、稽核审计部、综合发展部和党群工作部共 11 个部门；拥有在职员工 140 人。

截至 2019 年末，公司资产总额 230.04 亿元，负债总额 143.75 亿元，所有者权益 86.28 亿元；资产负债率为 62.49%。2019 年，公司实现营业收入 7.09 亿元，实现净利润 6.38 亿元。

截至 2020 年 3 月末，公司资产总额 279.88 亿元，负债总额 184.26 亿元，所有者权益 95.62 亿元；资产负债率为 65.84%。2020 年 1—3 月，公司实现营业收入 0.98 亿元，实现净利润 0.12 亿元。

公司注册地址：陕西省西安市经开区未

央路 170 号赛高广场企业总部大厦 25 层。

公司法定代表人：冷劲松。

二、本期中期票据概况及募集资金用途

本期中期票据的基础发行规模为 2.00 亿元，发行金额上限为 10.00 亿元；发行期限为 5 年（3+2 年），附第 3 年末公司调整票面利率选择权和投资者回售权；付息方式为每年付息一次，于兑付日一次性兑付本金及最后一期利息。本期中期票据无担保。

公司调整票面利率选择权为公司有权决定在本期中期票据存续期的第 3 年末调整本期中期票据后 2 年的票面利率，调整后的票面利率为本期中期票据存续期前 3 年票面利率加或减提升或降低的基点。投资者回售权为公司做出关于是否调整本期中期票据票面利率及调整幅度的公告后，投资者有权选择在投资者回售登记期内进行登记，将持有的本期中期票据按面值全部或部分回售给发行人，或选择继续持有本期中期票据。

本期中期票据募集资金拟用于偿还有息债务以及用于项目权益出资。

公司本期中期票据偿债资金将主要来源于公司日常经营所产生的营业总收入、净利润和自有货币资金。

三、宏观经济与政策环境分析

1. 宏观政策环境和经济运行情况

2020 年，新冠肺炎疫情全球大流行，对各国经济和贸易造成严重冲击，全球经济陷入深度衰退。我国宏观政策加大逆周期调节力度对冲疫情负面影响，以“六稳”“六保”为中心，全力保证经济运行在合理区间。财政政策更加积极有为，通过减税降费、增加政府债务扩大支出等措施稳企保岗，支持“两新一重”领域基建，提高有效投资。稳健的货币政策更加灵活，维护市场流动性合理充裕，引导 LPR 下行，降低企业信贷成本；创设货币政策工具支持小微企业信用贷款和存量贷款延期还本付息，为小微企业信贷融资创造良好环境。

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

表 2 2016 - 2020 年中国主要经济数据

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

公共财政支出增速 (%)	6.40	7.70	8.70	8.10	2.80
--------------	------	------	------	------	------

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

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

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

二产业和第三产业增加值分别同比增长 3.00%、2.60%和 2.10%，其中第三产业增加值同比增长较上年（7.20%）回落幅度最大，对 GDP 累计同比的贡献率（47.30%）也大幅下降 16.20 个百分点，主要是疫情对服务业的冲击较大之故。

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

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

财政收入大幅下降、收支缺口更趋扩大。2020年，全国一般公共预算收入18.29万亿元，同比下降3.90%，降幅逐季收窄，下降幅度依然较大。其中税收收入15.43万亿元，同比下降2.30%；非税收入2.86万亿元，同比下降11.70%。2020年一般公共预算支出24.56万亿元，同比增长2.80%，增幅较上年（8.10%）显著下滑。其中社会保障与就业支出3.26万亿元，同比增长10.90%；卫生健康支出1.92万亿元，同比增长15.20%；债务付息0.98万亿元，同比增长16.40%。以上财政支出项目增长显著，主要受疫情及疫情防控影响，同时也表明政府债务付息大幅增加。2020年财政收支缺口6.27万亿元，上年缺口为4.85万亿元，受疫情冲击的特殊影响，2020年财政收支缺口更趋扩大。2020年全国政府性基金收入9.35万亿元，同比增长10.60%，较上年（12.00%）有所下滑；全国政府性基金支出11.80万亿元，同比增长28.80%，增幅较上年（13.40%）大幅提高。全国政府性基金收支增长主要系地方政府土地出让收入及相关支出增长所致。

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

2. 宏观政策和经济前瞻

根据中央经济工作会议部署，2021年我国宏观政策将保持连续性、稳定性、可持续性，要继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，保持对经济恢复的必要支持力度，政策操作上要更加精准有效，不急转弯，同时保证不出现重大系统性风险；要重点落实八项任务，加快形成以内循环为主的“双循

环”新格局，“要迈好第一步，见到新气象”。在此基调下，**积极的财政政策更加兼顾稳增长和防风险。**中央经济工作会议提出2021年“积极的财政政策要提质增效，更可持续”，强调要兼顾稳增长和防风险需要，保持政府总体杠杆率基本稳定，为今后应对新的风险挑战留出政策空间。“提质增效”一方面强调将建立常态化的财政资金直达机制，提高资金的拨付效率；另一方面强调财政支出的压减，对于非刚性、非重点项目的支出和公用经费要从严从紧，而对于重大项目和刚性支出，要保证支付力度。**稳健的货币政策灵活精准、合理适度。**2021年货币政策将“稳”字当头，保持好正常货币政策空间的可持续性；发挥好定向降准、定向中期借贷便利（TMLF）、再贷款、再贴现等结构性货币政策工具，延续实施针对小微企业的两项直达实体经济工具，引导金融机构加大对“三农”、科技创新、小微和民营企业等国民经济重点领域和薄弱环节的支持力度；进一步健全绿色金融标准体系、政策激励约束体系、产品体系和市场体系，落实碳达峰、碳中和中长期决策部署，引导金融资源向绿色发展领域倾斜，推动绿色金融发展。

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

预测 2021 年我国 GDP 增速将达到 8.50% 左右。

3. 区域经济发展概况

得益于良好的区位优势，陕西省享有国家多项发展战略实施带来的政策红利；“三个经济”的发展将为陕西省经济带来良好的发展前景；省内经济在新旧动能转换过程中的资产质量下迁压力较大，为公司不良资产经营业务发展提供广阔的市场空间。

公司业务主要集中在陕西省内。陕西省位于西北内陆腹地，与山西、四川、重庆、内蒙古等 8 个省份、自治区及直辖市接壤，横跨黄河和长江两大流域中部；其下辖 10 个地级市（其中省会西安为副省级市）、30 个市辖区、6 个县级市、71 个县。截至 2018 年末，陕西省常住人口 3864.40 万人。

2018 年 2 月，国家发改委和住房城乡建设部发布了《关中平原城市群发展规划》，该规划拟打造以西安为中心，并强化西安辐射功能，加快培育发展轴带和增长极点，构建“一圈一轴三带”的总体格局。陕西省依托西北的市场空间和较为丰富的资源优势，深度融入全球全国产业分工体系，积极承接汽车、装备制造、电子信息、生物医药、食品加工、纺织等产业专业，同时随着国家西部大开发和“一带一路”发展战略的纵深推进，陕西省迎来经济发展的黄金期，煤炭、有色等传统优势行业在去产能、行业整合中迎来新的发展契机，水利建设、铁路建设、水务建设等大型基础设施项目建设将持续加速，为地方资产管理公司立足地区实际，创新投融资模式，服务地方经济转型发展创造了良好的市场环境。

近年来，陕西省大力发展“三个经济”，即枢纽经济、门户经济、流动经济。枢纽经济方面，陕西省从公路网、铁路网、航空网、信息网等多个方面加快完善陆空互动、多式联运的综合交通运输体系；门户经济方面，陕西省着力打造“一带一路”五大中心，提

高资源配置能力；流动经济方面，陕西省不断加强院士专家工作站、博士后工作站等人才发展平台建设，并扎实推进“互联网+物流”建设。2017—2019 年，陕西省地区生产总值分别为 21898.81 亿元、24438.32 亿元和 25793.17 亿元，同比分别增长 8.0%、8.3%和 6.00%，经济实现稳步发展。2019 年，陕西省三次产业结构为 7.7:46.5:45.8。其中，第一产业增加值 1990.93 亿元，同比增长 4.4%；第二产业增加值 11980.75 亿元，同比增长 5.7%；第三产业增加值 11821.49 亿元，同比增长 6.5%。2019 年，陕西省减税降费效应显现，财政收入增速回落，全省实现地方财政收入 2287.73 亿元，同比增长 2.0%。

近年来，陕西省内金融机构布局日趋完善，地方法人经营能力不断增强。2019 年 3 月，西安银行成功上市，成为西北地区城市商业银行“第一股”；非银行业法人金融机构业务类型日益丰富，消费类信托、家族信托、慈善信托等创新类信托业务发展迅速。截至 2019 年末，陕西省金融机构本外币各项存款余额 44536.65 亿元，同比增长 8.8%；各项贷款余额 34337.11 亿元，同比增长 11.7%。

近年来，随着供给侧结构性改革的稳步推进，在陕西省经济增长方式逐步改变和新旧动能转换的过程中，各种风险加速暴露，需要盘活存量资产规模和需要处置的风险资产和不良资产持续显现，主要包括各级政府、国有企业和融资平台公司的无效、低效和辅业资产；地方商业银行、农村合作金融机构等金融机构的风险资产和不良资产等，这为公司逆周期拓展资产管理业务提供了广阔的市场空间。

四、行业分析

1. 不良资产管理行业分析

宏观经济持续低位运行，整体不良资产化解需求增加，不良资产管理行业发展空间大。

AMC即资产管理公司(Asset Management Companies)特指专业承接、处置不良资产的资产管理公司,其业务还可以由此延伸到投资、资产管理、信托、租赁、银行、投行等全金融覆盖。联合资信将主要从事不良资产经营业务的机构均视为不良资产管理公司范畴。

根据不良资产的流向,可以将不良资产管理的产业链大体分为上游不良资产来源、中游接收处置以及下游投资三个环节,不良资产管理公司在产业链中发挥不良资产接收和处置的作用,是产业链中最主要的参与者。

不良资产的上游来源主要包括银行、非银金融机构、非金融机构(企业)以及财政不良资产。银行不良资产主要是不良贷款,随着近年国内宏观经济低位运行和结构调整的深化,国内商业银行不良贷款率持续攀升,风险化解需求增加。银保监会数据显示,近年受宏观经济下行及金融“去杠杆”的加剧的影响,截至2020年末,我国商业银行不良贷款余额升至2.70万亿元,较上年末增长11.93%,不良贷款率1.84%,较上年末降低0.02个百分点。非银金融机构主要包括信托、金融租赁、证券等机构,近年非银金融机构类信贷业务规模的快速增长为不良资产管理行业的发展提供了较大空间。非金融机构不良资产主要是企业形成的各类坏账,如企业被拖欠的各种货款、工程款等,非金融机构的不良资产总体规模庞大,但分布非常分散,其中规模以上企业是不良资产的主要来源,企业的不良资产质量一般低于金融机构,其不良资产的处置以债务重组为主;近年来非金融机构应收账款规模不断攀升,回收周期不断延长,逐步沉淀形成的坏账对资产及债务重组的需求日益高涨。国家统计局数据显示,截至2019年末,我国工业企业应收票据及应收账款17.40万亿元,较上年末增长4.48%,截至2020年12月末,我国工业企业应收票据及应收账款16.41万亿元,较上年末下

降5.68%,系十几年以来首次出现回落。

中游的不良资产管理公司在接收不良资产后进行处置并从中获取收益,不良资产本身的不良属性意味着更大的固有风险和更高的经营专业性要求,不良资产供给的逆周期性和不良资产处置的顺周期性叠加,意味着AMC业务模式的一般逻辑是在经济下行时期布局资产、经济上升时期处置资产,这决定了其业务周期很长、盈利体现很慢,因此不良资产经营处置的专业能力是衡量AMC核心竞争力的重要标准。同时AMC企业自身对经济周期的把控和应对显得更加重要,预期之外的经济周期单边延长或变化会加大其经营风险并带来较大资金压力。

下游投资者是不良资产的最终购买方,主要包括各类投资机构、工商企业及个人等;下游投资者通过购买、协议受让、参加法院拍卖等获得不良资产,发挥自身的专业优势,对债权、股权及实物资产进行最终消化处置并实现投资回报。

不良资产管理市场格局进一步多元化,市场竞争加剧,地方AMC以国有背景为主,区域内地方AMC机构数量与银行不良贷款规模基本正相关。

目前,我国不良资产管理市场进入“5+2+银行系AIC+外资系+N”的市场格局,即华融、长城、东方、信达、中国银河资产管理有限责任公司(2020年3月获批,2020年6月更为现名)五大全国性金融资产管理公司,每省原则上不超过2家经银保监会批复的可从事金融企业不良资产批量收购业务的地方资产管理公司(以下简称“地方AMC”),银行设立的主要开展债转股业务的金融资产投资公司(以下简称“AIC”),外资投资控股的不良资产管理公司,以及众多未获得银保监会批复的内资不良资产管理公司(以下简称“非持牌AMC”)。以下主要讨论地方AMC。

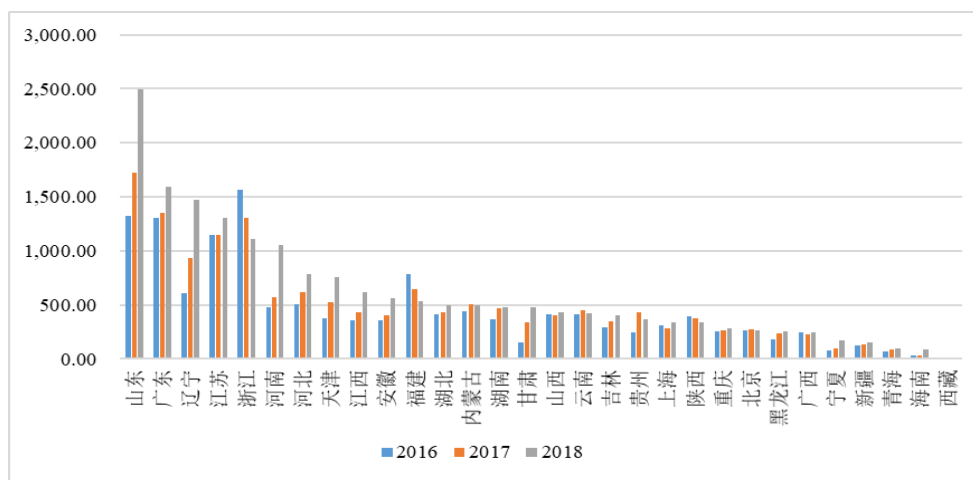
联合资信根据《中国地方资产管理行业白皮书》的资料整理,截至2019年末,全国

共 57 家地方 AMC 企业，较 2018 年末增加 4 家。2020 年以来，根据公开信息，2020 年 4 月，吉林省金融资产管理有限公司被最高人民法院裁定强制解散；2020 年 7 月，海南省获批了第二家地方 AMC——海南新创建资产管理股份有限公司（亦且为首家外资控股的持牌地方 AMC）；2021 年 2 月，吉林省盛融资产管理有限责任公司获得银保监会的资质批复，同时吉林省金融资产管理有限公司的业务资质被取消。截至 2021 年 2 月末，地方 AMC 数量为 58 家，其中浙江、山东、福建、广东因包含计划单列市各有 3 家地方 AMC 企业；其余省级行政区中，除吉林、陕西、河北、贵州、云南、青海、新疆、西藏只有一家地方 AMC 企业外，其余省份均已设立两家地方 AMC 企业。按照不良贷款余额排序，可

以看到商业银行不良贷款余额规模靠前的山东、广东、浙江三省都相继成立了第三家地方 AMC 企业来消化当地的不良资产，不良贷款余额第三大的辽宁省正在筹备第三家地方 AMC 企业；云南、吉林、贵州、陕西、青海、新疆、西藏等只设立了 1 家地方 AMC 企业的省份，其省内商业银行不良资产的规模也相对不大；值得关注的是，河北省的不良资产规模相对较大，但至今只有一家持牌的地方 AMC 企业。

从控股结构看，国有背景的地方 AMC 占多数。根据《中国地方资产管理行业白皮书》，截至 2020 年 5 月末，国有控股的地方 AMC 企业 16 家，国有独资的地方 AMC 企业 9 家，约 76% 地方 AMC 的主要股东具有国资背景。

图 1 商业银行不良贷款余额按区域分布图（单位：亿元）



注：2019 年多数区域数据未披露无法同比
资料来源：Wind，联合资信整理

2019 年以来，行业监管趋严，重点转向防范行业风险和市场纠偏，引导不良资产管理公司回归本源和主业，有利于行业规范、健康发展。

监管主体方面，目前地方 AMC 是特许从事金融不良资产批量收购业务的准金融机构，但没有金融机构许可证，其是否属于金融机构一直没有明确说法。因存在监管主体不明确、监管措施不完善等问题，地方 AMC

行业发展在业务模式探索中的“伪创新”层出不穷，行业乱象也暴露出监管缺位的问题。2019 年 7 月，银保监会发布的《关于加强地方资产管理公司监督管理工作的通知》（银保监办发〔2019〕153 号）（以下简称“153 号文”）明确了目前由银保监会负责制定地方 AMC 的监管规则，各省（区、市）人民政府履行监管责任，各地方金融监管部门具体负责对本区域地方 AMC 的日常监管，包括机构设立、

变更、终止、风险防范和处置等。

监管政策方面，行业整体仍处于发展初期，监管环境较为宽松，但 2019 年以来有所趋严。153 号文针对地方 AMC 的一些高风险甚至违规经营行为，强调严格监管，对地方 AMC 资产端相关业务规模有所缩减，强调风险防范和违规处置，重点围绕各种乱象纠偏；出表通道类业务以及投机炒作等“挣快钱”的方式难以为继，行业在牌照端的竞争壁垒弱化，逐渐转向差异化、专业化能力的竞争，要求地方 AMC 构建起不良资产买入环节的估值定价能力，经营环节的运作、服务和价值提升能力，处置环节的多元化手段等一系列专业化经营能力。

地方性政策方面，除个别省份外，大多数地区未有较为详细的指引。近年来江西省、山东省地方金融监管部门先后已发布了地方性的 AMC 监管办法，明确建立风险管控为本的审慎监管，对银保监会划定的地方 AMC 准入门槛进行了细化，对资本充足率要求不低于 12.5%，与《金融资产管理公司资本管理办法（试行）》保持一致。可见，随着金融监管导向趋严，银保监会对五大 AMC 的监管政策对地方 AMC 监管有一定的风向传导作用。2020 年 4 月，北京市地方金融监督管理局出台了《北京市地方资产管理公司监督管理指引（试行）》，其他省市的地方 AMC 管理办法也有望陆续出台，有利于地方不良资产处置监管更加规范。

行业发展前景广阔，但需不良资产管理公司加强自身专业能力；部分地方 AMC 主业不突出，投资类业务爆发信用风险，加大其业务结构转型压力。

2020 年以来，在新冠肺炎疫情的持续影响下，不良资产领域的业务发展机会显著增加。但在经济周期下行期间，交易对手信用风险加大，资产包价值可能进一步下行、处置难度加大，对不良资产管理公司的估值定价和存量资产回收产生一定不利影响，加之

市场主体扩容加剧行业竞争和行业监管逐步规范，需要不良资产管理公司不断加强自身专业能力。

相比传统金融机构而言，融资难、融资贵问题始终是地方 AMC 的行业瓶颈，较高的融资成本和不良资产处置回收的不确定性叠加，导致地方 AMC 倾向于交易频率较高的短期经营行为，如收益回报较高的固定收益类业务等；加之若股东对地方 AMC 企业设定较高的盈利目标和分红要求，将进一步促使企业选择投资业务、类信贷业务等短平快的非主营业务，从而弱化地方 AMC 化解区域风险的属性。在前期的发展中，部分资产管理公司已经形成了以投资业务、类信贷业务等为主的业务特点，不良资产业务收入占比较低；在当前地方 AMC 行业逐步回归主业的背景下，部分地方 AMC 企业的投资业务仍占比较高，且部分投资资产在经济下行期间爆发了一定的信用风险事件，从而加大相关企业业务结构转型的压力。

五、公司治理及内部控制

1. 公司治理

公司主要股东实力较强，能够在业务开展、资本补充以及政策扶持等方面为公司提供支持；“三会一层”的治理架构能够基本满足目前经营所需；员工整体综合素质较高、金融行业从业经验较丰富，对公司业务发展有积极的推动作用。

公司是经陕西省人民政府在陕西省内唯一授权开展金融资产收购处置业务的省级法人金融资产管理公司，直属于陕西省人民政府管理。截至 2020 年 3 月末，公司实收资本 45.09 亿元，均为货币出资。

陕西财金投资管理有限责任公司与延长石油并列公司第一大股东；陕西省国资委通过实际控制延长石油、陕西煤业化工集团有限责任公司、陕西金融控股集团有限公司、中陕核工业集团公司与陕西省国际信托股份

有限公司间接持有公司的股权，为公司实际控制人。公司积极参与国有企业改革，承接整合国有资本“两个试点”和混合所有制改制中剥离的非主业、无效低效资产，协助国有企业做优做强。此外，公司积极创新融资模式，为陕西省委、省政府重点工作、重大项目建设破解融资难题。近年来，公司在业务开展、资本补充以及政策扶持等方面均获得了陕西省政府的大力支持。

公司按照《公司法》等有关法律、法规和规范性文件的要求建立了较完善的法人治理结构，形成了股东大会、董事会、监事会和经营层组成的经营决策体系。公司按照“有限授权、适时调整、权责明晰”的原则明确股东大会对董事会、董事会对董事长的权限内容，并制定了股东大会、董事会、监事会和经营层各自的议事规则及工作程序，保障“三会一层”各司其职、有效制衡、运行有序，形成了决策、执行、监督的职责权限分工和相互制衡的内部运行机制。

公司最高权力机构为股东大会，董事会、监事会对股东大会负责。近年来，公司召开了多次股东会，审议通过了公司章程修订、陕金资非货币出资置换、股东股权变更等多项重大决议，有效保障了股东对公司经营的知情权、投票权和参与权。

公司董事会由 9 名董事组成，其中股东委派董事 4 名，独立董事 1 名。公司监事会由 5 名监事组成，其中职工监事 2 名。公司现任董事长为冷劲松先生，冷劲松先生曾任西部证券股份有限公司办公室副主任、投资银行总部总经理，西安经济技术开发区党工委委员、管委会副主任，杨凌农业高新技术产业示范区党工委委员、管委会副主任，第十届全国青联委员，第十四届陕西省青联常委，深交所第三届、第五届中小企业培育发展委员会委员，具有较为丰富的金融机构从业经验和公司管理经验。

公司经营层设总经理 1 名、副总经理 4 名、财务总监 1 名与业务总监 1 名。公司总

经理对董事会负责，由董事长提名，董事会聘任；副总经理协助总经理工作，并根据总经理的授权，实行分工负责制。近年来，公司经营层在主持公司的经营业务和管理工作、组织实施董事会决议以及协调各部门从事经营工作中起到了重要的作用。公司现任总经理为孔兵先生，孔兵先生历任西安电子科技大学经济管理学院副教授、硕士生导师，陕西证监局上市公司监管处副处长、处长，机构监管处处长、局长助理、副局长等要职。

截至 2020 年 3 月末，公司共有管理人员和员工 140 名。第一学历均为全日制本科（其中硕士以上学历 99 人，含博士 5 名、教授 2 名）；基本来自商业银行、政策性银行、信托公司等持牌金融机构，其中持有保荐代表人、注册会计师、律师、注册金融分析师等专业资格的 33 人；人员平均年龄 35 岁，金融从业经验平均 10 年，具有学历高、专业强、年龄轻、从业经验丰富的特点，员工学历的高级化和专业化保有助于公司业务稳定发展。

2. 内部控制

公司内部控制体系不断完善，标准化程度逐步提高，各项审计工作有序展开；但随着业务规模扩张，相应内控制度仍需进一步完善。

公司根据业务发展需要设置资产经营一部、投资银行一部、特殊资产经营部等 5 个前台部门，风险合规部与资金财务部 2 个中台部门，稽核审计部等 3 个后台部门以及 1 个北京事业部门（见附件 2），形成了前中后台互相监督、互相制约的内控机制。

公司持续健全内部控制的各项管理制度，目前各项业务均实现了制度和流程的全覆盖。项目风险审查方面，公司制定了《项目评审委员会项目风险审查管理办法》，明确了项目风险审查体系，包括机构设置及岗位职责、项目审查控制流程、议事规则、项目审查要素、项目审查要点和业务准入负面

清单等内容；子公司风险管理与审批授权方面，公司制定了《子公司风险管理与审批授权管理办法》，明确了子公司风险管理的基本要求以及审批授权的权限内、外审批流程、联合投资业务的基本要求。关联交易控制方面，公司制定了《关联交易管理办法（暂行）》，规定了关联方及关联交易、关联交易的管理等内容，并对关联交易实行分级管理；全面风险管理方面，公司制定了《全面风险管理制度》，明确了风险治理架构、风险管理策略、风险偏好、风险限额、风险管理政策及程序等方面的内容。稽核审计部负责制定并实施公司审计工作计划，定期开展稽核监控和财务、项目、管理等例行审计，督查审计问题整改情况。公司审计项目实施过程中实行多级复核，明确复核内容和应承担责任。

3. 发展战略

公司结合外部环境及自身业务定位制定了较为清晰的发展战略目标，对业务发展起到较好的推动作用；但公司成立时间较短，未来业务开展及战略目标的实现情况有待观察。

公司秉持“投资+投行”的经营理念，持续探索“不良资产处置、问题资产化解、优质资产经营”的全资产管理模式，服务金融机构、地方政府、优质企业三类客户，打造新时代防范化解金融风险、服务实体经济发展的综合金融服务平台。

公司将主要采取以下措施促进上述战略目标的实现：一是拓展金融不良资产业务，加大已收购不良贷款处置力度，实现不良资产业务良性循环；二是创新拓展市场化债转股业务，以省内上市公司为重点，挖掘新的市场化债转股项目；三是依托陕西信用增进

有限责任公司（以下简称“陕增进”）支持符合条件的县级平台公司发行债券融资，并利用新型城镇化发展基金引导金融机构下沉金融服务，撬动外部资金投入县域基础设施和产业发展；四是积极参与省内军民融合、棚户区改造、异地搬迁、西咸新区建设、机场三期建设等重大项目金融服务，引导更多社会资本支持陕西省实体经济转型升级；五是加强子公司各业务板块之间资源共享、协同互动，提升公司综合性金融服务的整体能力。

六、业务经营分析

1. 经营概况

除四大资产管理公司外，公司作为陕西省唯一一家经原银监会备案的具有金融企业不良资产批量收购处置业务资质的省级法人金融资产管理公司，致力于防范和化解地方金融风险、维护陕西省金融系统稳定，在当地金融体系中发挥重要作用。同时，依托于良好的股东背景以及专业背景较强的经营管理团队，公司在陕西省资产管理行业竞争中具有很强的竞争优势。近年来，根据陕西省经济及金融系统发展状况，公司持续探索“不良资产处置、问题资产化解、优质资产经营”的全资产管理模式，服务金融机构、地方政府、优质企业三类客户，建设防范化解金融风险、服务实体经济发展的综合金融服务平台。近年来，公司不良资产经营业务、问题资产化解业务以及优质资产经营业务均保持较快发展趋势，各类业务收入显著增长。2019年，公司实现营业总收入7.09亿元，投资收益5.64（见表3）。

表3 公司营业总收入和投资收益按业务板块划分

单位：亿元、%

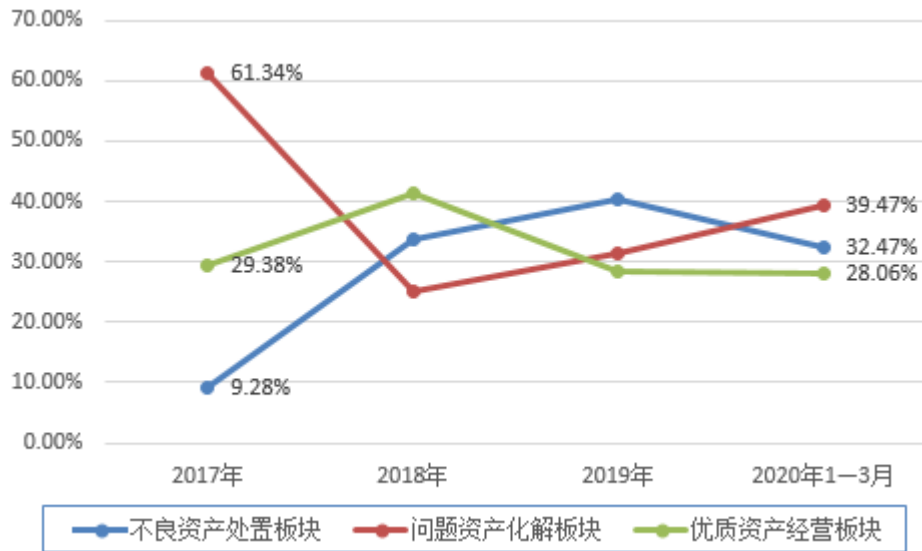
项 目	2017年		2018年		2019年		2020年1—3月	
	总收益	占比	总收益	占比	总收益	占比	总收益	占比
不良资产处置板块	0.18	9.28	2.45	33.65	5.13	40.33	0.68	32.47
其中：金融不良资产处置业务	0.00	0.00	1.36	18.68	3.37	26.45	0.25	11.95

非金融不良债权处置业务	0.18	9.28	1.09	14.97	1.76	13.88	0.43	20.52
问题资产化解板块	1.19	61.34	1.82	25.00	3.99	31.36	0.83	39.47
优质资产经营板块	0.57	29.38	3.01	41.35	3.60	28.31	0.59	28.06
其中：股权投资类业务	0.23	11.86	0.56	7.69	0.63	4.98	0.11	5.11
标准化产品及资管产品投资业务	0.29	14.95	1.01	13.87	0.92	7.24	0.19	9.32
融资性顾问服务业务	0.00	0.00	1.11	15.25	0.93	7.29	0.07	3.18
基金管理类业务	0.02	1.03	0.04	0.55	0.12	0.95	0.02	1.04
担保增信类业务	0.01	0.51	0.14	1.92	0.06	0.48	0.00	0.02
其他业务	0.00	0.00	0.15	2.06	0.46	3.59	0.10	4.90
合 计	1.94	100.00	7.29	100.00	12.73	100.00	2.09	100.00

注：1. 总收益包含营业总收入和投资收益；2. 因四舍五入，加总或存在一定误差

资料来源：公司提供资料，联合资信整理

图2 公司不同板块总收益占比变化趋势



资料来源：公司提供资料，联合资信整理

2.不良资产处置板块

作为地方资产管理公司，公司核心业务为金融机构和非金融机构的不良资产收购和处置业务。依托于良好的股东背景以及专业背景较强的经营管理团队，公司不良资产经营业务整体保持较好发展态势。值得注意的

是，2019年以来当地金融机构不良资产转让意愿下降、市场竞争日趋激烈，以及2020年以来新冠肺炎疫情对不良资产收购和处置形成一定拖累，未来公司不良资产处置业务板块发展仍需保持关注。

表4 公司不良资产业务规模及收入占比

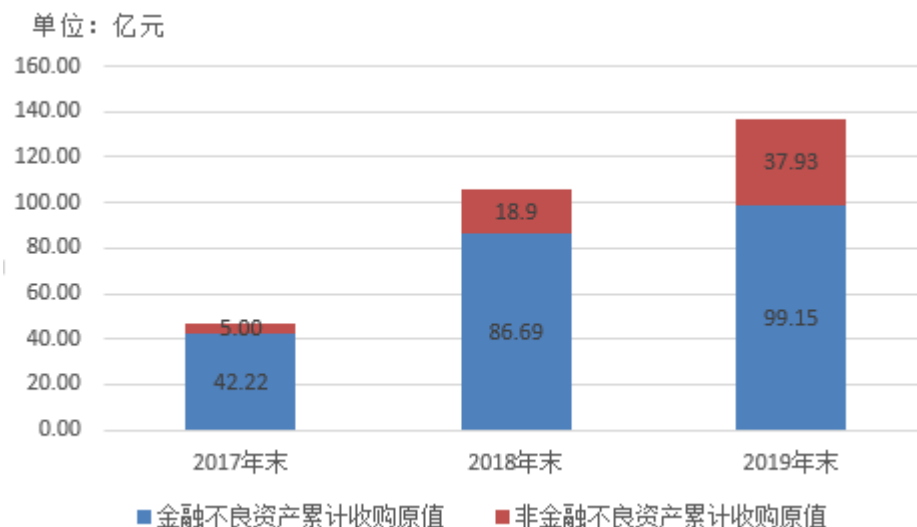
单位：亿元、%

项 目	2017年	2018年	2019年
期末金融不良资产累计收购原值	42.22	86.69	99.15
期末非金融不良资产累计收购原值	5.00	18.90	37.93
不良资产业务及问题资产化解业务收益/总收益	70.62	58.65	71.69

注：1. 总收益包含营业总收入和投资收益；2. 因四舍五入，加总或存在一定误差

资料来源：公司提供资料，联合资信整理

图2 公司金融和非金融不良资产收购原值变化趋势



资料来源：公司提供资料，联合资信整理

(1) 金融不良资产收购与处置业务

近年来，陕西省金融不良资产处置压力较大，为公司金融不良资产收购带来较大空间；在进入首个不良资产集中回收周期后，公司不良资产包处置成效较好。但2019年以来，在当地金融机构不良资产转让意愿下降、不良资产收购市场竞争日趋激烈的环境下，公司金融不良资产业务的发展面临一定压力。

近年来，公司保持与省内多家商业银行、信托公司的沟通联系，建立不良资产收购处置的合作关系。公司不断拓宽业务合作渠道和业务创新，加强与陕西省联社合作，以不良资产收购处置为切入点，协助陕西省联社化解存量风险，推动陕西省农信社的农商行改制工作；创新与小额贷款公司等非银行业金融机构、准金融机构的合作模式，持续扩大市场空间。近年来，由于榆林地区部分企业在供给侧改革、环保政策收紧等因素的影响下偿债能力下降，榆林地区不良贷款规模较大。对此，公司与榆林地方政府合作发起设立榆林金融资产管理有限公司有针对性地收购当地不良资产包；同时发起设立不良贷款定向收购处置母基金，通过整合地方政府、债权银行、社会资本对不良资产包进行收购。

截至2019年末，公司累计收购榆林地区金融机构不良资产原值33.98亿元，占累计收购不良资产原值的34.27%。

从公司不良资产经营模式来看，公司不良资产经营在估值定价的基础上通过集中竞价、挂牌交易等方式收购金融机构不良资产，按照资产的实际情况进行拆包分解后，采用二次出售、自行处置、委托清收、资产重组、债务重组等方式进行处置，获取处置收益、资产增值或溢价收益。在资产包收购过程中，公司制定了立项申报、尽职调查与估值、资产包定价分析、项目收购方案、风险审查等主要环节。其中尽职调查与估值环节，公司业务部门对拟收购资产逐户分析资产状况、权属关系、市场前景等因素进行分析，并在外部评估机构出具评估报告的基础上，结合影响受偿因素分别对每户资产进行估值调整。在资产包定价分析环节，公司综合考虑资产包处置周期、预计现金回收进度、折现率、资金成本、预期利润等因素，得出资产包的回收率和资产包现值定价。近年来，公司金融不良资产收包个数和收购金额均有所波动。2017—2018年，在当地金融机构不良资产快速增长以及处置压力较大的背景下，公司当期不良资产收包个数和收购金额保持

较好增长。2019 年以来，一方面由于当地金融机构不良资产控制成效显著，不良资产转让意愿下降；另一方面，在四大资产管理公司回归主业的背景下，当地金融不良资产收包竞争日趋激烈，公司当期收包个数和金额有所下降。2019 年，公司收购金融不良资产规模约占陕西省当地市场份额的 40%。截至 2019 年末，公司累计收购不良资产包 18 个，累计收购不良资产原值 99.15 亿元（见表 5）。

金融不良资产处置方面，公司根据具体不良资产的情况采取相应的处置手段，包括但不限于债权追偿、债务重组、资产（包）转让等方式。公司将处置目标期限主要设定

为 1~3 年，并严格匹配资金与业务的期限结构。公司目前已经进入首个不良资产集中回收周期，整体不良资产处置规模和处置效率快速提升。2017—2019 年，公司分别处置不良资产金额 0.76 亿元、11.49 亿元和 18.14 亿元；分别收回现金 0.39 亿元、5.07 亿元和 10.47 亿元。截至 2019 年末，公司资产回收率为 30.65%，现金回收率为 52.41%。

2020 年一季度，受新型冠状病毒疫情影响，公司金融不良资产收购与处置均有所停滞。截至 2020 年 3 月末，公司无新收购不良资产包。

表5 公司金融不良资产业务收购及处置情况

单位：亿元、个、%

项 目	2017年	2018年	2019年	2020年1—3月
收购不良资产包个数	6	10	2	0
当期收购不良资产原值	42.22	44.47	12.46	0
累计收购不良资产原值	42.22	86.69	99.15	99.15
当期处置金额	0.76	11.49	18.14	0.39
累计处置金额	0.76	12.25	30.39	30.78
现金回收金额	0.39	5.07	10.47	29.10
累计现金回收金额	0.39	5.46	15.93	16.22
期末金融不良资产剩余原值	41.46	74.44	68.76	53.08
资产回收率	1.79	14.13	30.65	31.04
现金回收率	51.20	44.55	52.41	52.69

注：资产回收率=累计处置金额/累计收购金额；现金回收率=累计现金回收金额/累计处置金额

资料来源：公司提供资料，联合资信整理

（2）非金融不良债权收购与处置业务

公司非金融机构债权收购与处置规模均呈较快增长态势。公司非金融机构债权收购与处置业务是指通过收购“境内企业法人、事业法人、社会团体和其他组织”等非金融机构持有的不良资产、逾期款项等，发挥专业化处置能力，采用清收处置、债务重组、资产盘活、对外转让等方式盘活资产、化解风险，实现增值收益。近年来，公司积极搭建全省不良资产处置渠道和网络，针对发展前景较好，但出现短期流动性困难的省内重点骨干企业，通过推动非金融机构债权收购处置业务，缓解企业资金压力。

公司在非金融机构不良债权收购的风险偏好方面，重点关注行业产业链上下游企业间因交易往来所形成的不良债权，主要选择陕西省经济基础好、发展速度快的大型国有企业、区域综合性平台型大型公司存量的不良债权业务。在收购过程中，公司重点审查基础债权的合法合规性、逾期时间及逾期原因、收购方案和债务重组方案。在底层资产的选择上，公司对债务人所处的行业、经营管理情况、历史信用状况等进行尽职调查，重点关注债务人的还款能力、现金流、还款来源和控制措施，通过业务、法律、财务、经营等方面综合评估。公司目前非金融机构

债权处置方式主要为原债权人回购，处置周期主要集中于为 1~3 年。截至 2019 年末，公司累计收购非金不良债权原值 37.93 亿元，累计收购成本 36.07 亿元，累计回收现金 15.61 亿元（见表 6）。2017—2019 年，公司非金

融机构债权收购与处置业务分别实现收入和投资收益合计 0.18 亿元、1.09 亿元和 1.76 亿元，收益主要来源于泸瀾湿地公园债权项目、西安建工非金债项目及天地源东方加德债权收购等项目。

表6 公司非金不良债权业务收购及处置情况

单位：亿元、笔、%

项 目	2017年	2018年	2019年
当期收购非金不良债权笔数	1	5	8
当期收购非金不良债权原值	5.00	14.00	19.03
累计收购非金不良债权原值	5.00	18.90	37.93
当期收购成本	5.00	13.50	17.57
累计收购成本	5.00	18.50	36.07
当期收回现金	0.00	2.01	13.60
累计收回现金	0.00	2.01	15.61

注：资产回收率=累计处置金额/累计收购金额；现金回收率=累计现金回收金额/累计处置金额

资料来源：公司提供资料，联合资信整理

3. 问题资产化解板块

公司针对短期内面临流动性紧张、负债率较高等暂时性困难，但仍具有较高成长性、一定盈利能力，未来有反弹潜力的企业提供市场化债转股、中短期债权融资等业务，助力化解当地企业资金链、担保链风险，盘活企业资产，助推企业转型升级。

（1）市场化债转股业务

公司市场化债转股业务保持较快发展，签约及落地规模均位居全国地方资产管理公司中首位。

市场化债权转股权业务是降低企业杠杆率的重要手段，同时也是化解商业银行贷款信用风险的一种方式。公司按照“一户一策”的原则，安排项目的资金成本、期限结构、融资渠道、退出方式，为客户提供量身定做的交易结构；围绕债转股客户获取综合化收益，提升股权管理能力，获取股权分红和股权升值等多重收益。此外，公司借助与债转股企业建立的良好合作关系实现交叉销售，为其提供财务融资、企业改制、产业升级、行业整合以及并购重组等一揽子金融服务来获取综合化收益。

在债转股对象的选择上，公司根据国

院《关于市场化银行债权转股权指导意见》等文件规定的“两个重点、三个鼓励、四个禁止”的准入要求，选择各方面均处于行业领先水平的行业内关键性企业作为债转股标的。在债转股交易结构设计和风控措施上，公司按照股权投资理念和风控原则作为开展市场化债转股业务基本前提，明确坚持以债转股对象本身的资产质量和盈利能力来覆盖投资风险和回报，并为市场化退出创造条件；通过深度尽职调查，锁定具有确定性升值潜力和盈利能力的优质资产作为实施股权投资标的。

2016年末，公司与陕西煤化工集团有限责任公司（以下简称“陕煤集团”）联合外部资本共同设立陕煤集团转型发展基金，基金总规模400亿元，主要用于陕煤集团债转股项目。2017年先期投入100亿元，其中公司出资10亿元，下属公司陕西金资基金管理有限公司（以下简称“陕金资基金”）出资0.001亿元，并联合中邮证券出资80亿元、陕煤集团出资10亿元发起设立西安宏轩投资管理合伙企业（有限合伙），通过该合伙企业向陕煤集团的核心子公司陕西陕煤榆北煤业有限公司（以下称“榆北煤业”）增资，以降低

榆北煤业的负债水平。公司因此间接持有榆北煤业4.878%的股权，并将享有榆北煤业4.878%的股权未来所产生的收益。公司以债转股标的企业财务顾问和险资方独立监督人双重角色，协助中国人寿资产管理有限公司进行延长石油债转股专项计划方案设计、审批及注册；推广险资入陕模式，促成平安资管与陕煤债转股合同签署；创新采取优先股、类永续债权模式推进陕煤集团、省交建集团、省高速集团债转股；积极与西安城投、高新控股、有色集团、中陕核和陕西交投等企业沟通交流，挖掘和培育市场化债转股业务潜在客户。公司债转股项目退出周期一般为5~6年。近年来，公司市场化债转股业务保持发展趋势，已在国内市场化债转股业务领域建立起良好的口碑和领先的市场地位，在国家发改委通报债转股实施机构排名中，签约及落地规模均位居全国地方资产管理公司中首位。截至2020年3月末，公司债转股项目投资规模为131.75亿元，资产管理规模达到320.80亿元，已投债转股项目情况见表7。

表7 2020年3月末公司债转股项目投资和管理情况
单位：亿元

项目	投资金额	资产管理规模
陕煤债转股一期	10.00	100.00
陕煤债转股二期	5.00	50.00
陕煤债转股三期	50.00	50.00
延长债转股项目	0.00	50.00
晋煤债转股项目	5.00	5.00
西安建工债转股	3.00	7.05
新疆中泰债转股项目	7.00	7.00
中陕核债转股	4.00	4.00
陕药派昂债转股	4.00	4.00
永煤债转股	6.00	6.00
信息集团债转股	3.75	3.75
永煤债转股	4.00	4.00
江苏悦达集团市场化债转股项目	10.00	10.00
陕西建工债转股	20.00	20.00
合 计	131.75	320.80

资料来源：公司提供资料，联合资信整理

(2) 中短期债权融资业务

公司委托贷款授信审批准入要求趋严，

委托贷款业务规模整体有所压降。公司的中短期债权融资业务为子公司陕增进开展的委托贷款业务。

陕增进遵循闭环式业务发展模式，通过自有资金为区县城投公司提供资金融通，同时搭建资源整合平台，进一步寻求包括担保、投资、资产管理在内的创新型金融服务。陕增践行“以客户为中心，源头把控风险”的理念，重点发展优质企业、地方政府及金融机构客户，并与部分委托贷款客户签订的合同中附有以发债资金偿还委托贷款资金的条款，以缓释委托贷款信用风险，同时促进直接融资担保业务发展。2019—2020年3月末，公司委托贷款余额分别为4.60亿元和3.80亿元，主要投向陕西省内公用事业行业。其中，有1笔0.40亿元委托贷款出现逾期，陕增进计划对该笔逾期贷款采取了借新还旧的方式进行债务重组，担保方式为借款人子公司土地抵押及应收账款质押。

4. 优质资产经营板块

公司在发展不良资产经营业务的基础上，培养主动管理能力，探索各类投资业务，对公司业务多元化、业务协同效应以及收入结构多元化均具有正面意义。目前公司优质资产经营板块主要分为股权投资类业务、标准化及资管产品投资业务、融资性顾问服务、基金管理类业务、担保增信业务五大类。

(1) 股权投资类业务

公司围绕特色产业、优势产业和战略新兴产业，使用自有资金或外部投资者资金投资具有成长空间和上市潜力的优质企业，参与上市公司定向增发、二级市场股票投资以及其他权益类资产投资，获取资产增值、股权溢价等收益。

从业务模式来看，公司股权投资模式主要分为两种，一是通过搭建基金的形式进入目标公司，通过向目标公司增资的形式实现股权投资。二是由公司作为投资人直接增资

目标公司。目前公司主要采用第一种模式。从投资偏好和退出模式来看，如未来通过公开市场实现股权退出的，公司偏好选择未来有市场前景及发展潜力的目标企业；如特定化受让方实现退出的，公司倾向于选择特定化受让方集团内部的子公司。从目前已投资项目来看，股权投资的主要模式多为以特定化受让方实现退出，因此主要投向陕西省内国有企业及公用事业行业公司。

截至 2019 年末，公司股权投资规模 11.16 亿元，基金管理规模 26.68 亿元，其中部分新材料行业项目已经进入上市辅导备案登记和提交创业板上市申请阶段。2019 年和 2020 年一季度，公司股权投资类业务投资收益分别为 0.63 亿元和 0.11 亿元。

（2）基金管理类业务

公司基金管理类业务主要由子公司陕金资基金开展。陕金资基金成立于 2016 年 12 月，注册资本 5.00 亿元，已在中国证券投资基金业协会办理登记备案。截至 2019 年末，陕金资基金资产合计 2.52 亿元，所有者权益合计 1.42 亿元；2019 年，陕金资基金实现营业收入 0.25 亿元，净利润 0.11 亿元。

截至 2019 年末，陕金资基金已与陕煤化集团、浦发银行、省发改委、省科技厅、榆林市政府等多方合作，运行了债转股专项基金、上市公司并购基金、关中科技协同创新发展基金、新型城镇化基金、纾困基金等 23 只基金，运行中的基金认缴规模达到 267 亿元。2019 年和 2020 年一季度，公司基金管理类业务收入分别为 0.12 亿元和 0.02 亿元。

（3）融资性顾问服务

融资性顾问业务是指公司依托自身不良资产清收的专业能力、专业化投行团队以及各子公司平台，为客户的投融资、资本运作、资产及债务重组、财务管理、发展战略等活动提供的咨询、分析、方案设计等单项及综合收费性顾问服务的业务，包括担任企业并购重组顾问、战略投资引入顾问、投资理财

顾问、融资顾问、资产管理顾问及管理咨询顾问等，体现综合金融服务品牌价值，实现手续费和佣金收入。

近年来，公司融资性顾问服务实现较快发展，为地方政府、工业园区、企业提供了多样化的综合金融服务，包括“融智+融资+融制”“股权整合+资产整合”“融智+融资”等多类组合服务方式。此外，公司围绕非金债、债转股等各类业务形成的核心客户，如陕煤集团、天地源、榆林矿业、经开城建、延长石油等，深挖其金融需求，为客户提供其他顾问服务；同时，公司作为财务顾问，推进股权项目落地，提供金融中介服务，推进业务收入结构多元化。

2019 年及 2020 年一季度，公司分别实现融资性顾问业务收入 0.93 亿元和 0.07 亿元。

（4）标准化及资管产品投资业务

公司标准化及资管产品投资业务主要为使用自有资金投资在银行间市场及证券交易所市场的 ABS 产品、企业债等产品，以获取固定收益。

公司通过投资企业债券类产品，实现与信用增进业务联动，提升综合化服务水平。在选择投资标的方面，公司设定了发行主体在行业方面需符合宏观及产业政策，外部信用评级在 AA 及以上、财务数据及偿债能力较好等投资偏好。截至 2020 年 3 月末，公司标准化及资管产品投资余额 7.76 亿元，未出现逾期。

（5）担保增信业务

公司担保增信业务主要由子公司陕增进来开展业务。陕增进前身为原西安经金融资担保公司，于 2013 年 1 月设立。2017 公司对西安经金融资担保公司进行收购重组，同年更名为陕西扶贫富民融资担保有限公司。2018 年，陕西扶贫富民融资担保有限公司在引入新的战略投资者后，更名为陕西投融资担保有限责任公司；2019 年 10 月，陕西投融资担保有限责任公司更为陕西信用增进有限

责任公司，成为省级第三家、全国第五家专业信用增进公司。截至 2020 年 3 月末，陕增进实收资本为 40.00 亿元。截至 2019 年末，陕增进资产总额 34.41 亿元，所有者权益 33.18 亿元；2019 年，陕增进实现净利润 1.60 亿元。

近年来，陕西省经济发展对资金的需求加大，其区县级城投企业的债券发行潜力较大，陕增进发挥资本及资源优势，着重开展对陕西省区县级城投企业债券发行的担保业务。自重组以来，陕增进加强与中信证券、兴业证券等国内多家券商机构在资产证券化、资本市场信用增进等方面的业务合作；积极探索县域 PPP 类项目的“担保增信+融资顾问+金融机构合作”的主动管理模式；通过发挥担保职能，为区域经济发展和实体企业

融资提供支持，促进直接融资规模扩大与社会信用体系建设。

2019 年以来，考虑到陕西省内低层级平台的城投债违约概率有所上升，陕增进逐步将担保业务范围收缩至西安市级区域内，对多数低层级平台仅开放咨询服务。近年来，陕增进为“秦川租赁 2018 年第一期租赁资产支持专项计划优先 B 级资产支持证券”“18 隆基 CP001 信用缓释风险凭证”“阳泉煤业（集团）有限责任公司非公开发行 2017 年公司债券（第一期）信用保护工具”“中国电力建设股份有限公司市场化债转股增信项目”等项目提供担保增信服务。截至 2019 年末，陕增进担保责任余额 11.20 元（见表 8）。

表8 公司信用增进业务情况

单位：亿元、户、%

项 目	2017年	2018年	2019年
当年担保（增信）发生额	0.30	2.01	11.20
当年解保额	1.72	2.03	0.88
期末担保（增信）责任余额	0.90	0.88	11.20
期末在保户数	5	4	4
当期担保代偿额	0.00	0.79	0.00
当期担保代偿率	0.00	39.02	0.00

资料来源：公司提供资料，联合资信整理

截至 2019 年末，陕增进累计担保代偿额为 1.08 亿元，涉及 3 笔担保业务，其中 2 笔已由反担保人先行代偿，剩余 1 笔金额 0.29 亿元的贷款担保代偿业务，预计贷款企业将以土地转让偿还公司，不足部分由反担保人清偿。

由于陕增进重组及获得增信业务牌照的时间较短，陕增进已经落地的担保增信项目较少，未来业务发展情况及担保业务风险控制情况值得关注。

七、风险管理分析

公司初步建立了符合自身业务特点的各项风险管理办法，且随着各项业务的逐步开

展，风险管理办法逐步完善；但由于公司成立时间较短，未来风险控制情况仍需保持关注，且随着各项业务的全面开展，公司尚需对现有风险管理办法进行不断细化。

公司参照《银行业金融机构全面风险管理指引》《金融资产管理公司监管办法》和公司章程的相关规定制定了《全面风险管理制度》。公司风险管理的总目标主要包括：保证经营的合法合规，符合公司内部规章制度；保证资产的安全性，避免风险失控；保证风险管理与总体目标相适应并在风险承受范围之内；保证信息有效的在各个环节传递；建立针对各项重大风险发生后的危机处理机制；同时形成良好的风险管理文化，使全体员工具有较强风险管理意识。

公司董事会对全面风险管理的有效性负最终责任，下设的风险管理与关联交易委员会负责监督和指导经营层建立公司整体风险偏好，内部控制体系和风险隔离机制；监事会承担全面风险管理的监督责任，负责监督检查董事会和经营层在风险管理方面的履职尽责情况并督促整改；风险合规部负责全面风险管理，承担制定政策和流程，监测和管理风险的责任，并牵头履行全面风险的日常管理；稽核审计部负责检查公司内部控制及合规情况，评估公司合并财务报告信息的真实性、准确性、完整性和及时性。

1. 信用风险

公司风险合规部负责信用风险的管理，主要涉及公司不良债权资产组合、固定收益产品投资组合以及其他资产负债表内外信用风险敞口的管理。

公司参考银保监会（原银监会）有关信用风险管理的指引的要求，进行了信用风险管理制度和系统的建设。公司制定了客户信用评级管理方法，明确客户准入标准，防范信用风险；注重测算客户风险限额，控制交易额度，避免业务集中度风险。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，着手开发内部评级系统，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。

为从源头严格把控项目信用风险，公司制定了涵盖项目立项、审查及决策的业务流程，其中筛选调查、立项报告撰写、立项申请、立项报告审批等环节由前台部门负责；在立项报告经业务部门主管与分管领导审批通过后，由风险合规部进行审查并组织风险审查委员会对项目方案出具独立审查意见；最后将业务项目提交至经营决策委员会进行最终审批决策。经营决策委员会实行会议集体审议和委员票决制，设主任一名，由总经理担任，常设委员包括副总经理、风险总监、

财务总监、业务总监、子公司董事长，非常设委员包括总公司业务部门负责人与子公司总经理。经营决策委员会须至少有 5 人委员出席方可召开，需经至少三分之二参会委员表决同意后报公司董事长审批，对于重大项目还需提交至公司党委会进行决议。

投后管理方面，公司制定了《投后管理办法》，由业务发起部门作为投后管理实施部门，负责监督业务项目运行及风险状况。风险管理部将投资资产按照风险程度划分为正常、关注、非正常资产三个等级，并委派更高级别人员对关注与非正常资产进行更高频次现场检查。

2. 市场风险

公司的市场风险主要来自于所持有的利率、汇率敏感资产和负债以及易受市场影响的股权资产。公司根据银保监会（原银监会）的《金融资产管理公司监管办法》和自身的《全面风险管理规程》，制定了《市场风险管理办法》，对市场风险的治理架构，管理政策和程序，识别、计量、监测、控制和报告程序等做了详细的规定。

公司风险合规部负责牵头市场风险管理工作，资金财务部和其他前台业务部门负责市场风险的日常管理。公司将对市场风险在初始风险识别和持续风险识别两个方面持续关注；利用缺口分析、久期分析、外汇敞口分析、敏感性分析、风险价值计量、返回检验以及压力测试等方法进行市场风险计量和监测；定期进行返回检验，判断和评估市场风险计量方法或模型的准确性和可靠性；制定了交易性市场风险、非交易性市场风险的定期报告、专题报告和年度市场风险报告机制，对市场风险进行严格管理。

3. 流动性风险

公司资金财务部负责流动性风险的管理，主要通过检测流动性风险指标和合理匹

配资产规模与资本的关系对流动性风险进行评估和管理，逐步建立与业务规模、性质、复杂程度和经营范围相适应的资金需求。公司通过对资金总量及结构进行主动调节和量化管理，保证资金制度和收支计划的顺利实施，减少不合理资金占用，提高资金使用效率，监测计划期内资金总量平衡和结构调整状况。公司定期评估流动性管理政策的充分性和有效性，以及流动性应急预案的充分性和可操作性，并关注分析整体的资产负债情况、现金流状况、融资能力的持续有效性，关注负债集中度、资产负债期限错配对流动性可能带来的负面影响。

4. 操作风险

公司稽核审计部负责操作风险管理，并对项目的批复落实情况进行监督、审计。业务方案批复下发后，项目组将逐项落实批复内容，稽核审计部会对批复落实情况进行跟踪监督，并对会议纪要和公司项目批复中所涉及投资后的管理要求进行监督。稽核审计部对项目存续期管理工作进行监督、审计，并就执行监督情况进行报告。同时，稽核审计部对业务部门和风险管理部门履职情况进行审计，防范操作风险。

八、财务分析

公司提供了 2017—2019 年和 2020 年一季度合并财务报表。信永中和会计师事务所（特殊普通合伙）对 2017—2019 年财务报表进行了审计，并均出具了标准无保留的审计

意见；2020 年一季度数据未经审计。截至 2019 年末，公司合并财务报表范围包括的 12 家子公司见表 9。截至 2021 年 1 月末，公司子公司榆林金资不良资产处置合伙企业（有限合伙）已申请注销。

表 9 2019 年末公司合并子公司 单位：%

子公司名称	简称	直接或间接持股比例
陕西金资基金管理有限公司	陕金基金	100.00
西安延金投资管理有限公司	西安延金	51.00
榆林金融资产管理有限公司	榆林金资	60.00
陕西信用增进有限责任公司	陕增进	26.48
西安沪金投资管理合伙企业（有限合伙）	西安沪金	100.00
西安安居城市投资管理合伙企业（有限合伙）	西安安居城市投资	100.00
榆林金资不良资产处置合伙企业（有限合伙）	榆林金资不良资产处置	100.00
陕西金晋投资有限公司	陕西金晋	100.00
陕西金达投资基金合伙企业（有限合伙）	陕西金达	100.00
西安建安金石投资有限公司	西安建安金石	37.75
陕西金创和信投资有限公司	陕西金创和信	95.00
陕西药金投资有限公司	陕西药金	100.00

资料来源：公司审计报告，联合资信整理

1. 资产质量

近年来，公司通过增加银行借款及发行债券等方式来满足资产端的资金投放需求，加之股东增资对资本进行补充，资产规模保持增长态势。公司资产结构有所变化，其中金融机构和非金融不良资产余额占资产总额的比重呈现一定的波动，投资类资产占比持续上升，货币资金占比持续下降。截至 2019 年末，公司资产总额 230.04 亿元（见表 10）。

表 10 公司资产结构

单位：亿元、%

项目	2017 年末		2018 年末		2019 年末	
	余额	占比	余额	占比	余额	占比
货币资金	25.72	33.75	16.28	13.03	26.94	11.71
金融机构不良资产	13.03	17.09	23.67	18.95	20.02	8.70
非金融不良债权	5.00	6.56	21.54	17.24	24.78	10.77
投资类资产	28.99	38.03	52.88	42.33	154.04	66.96
其他类资产	3.48	4.57	10.54	8.44	15.76	6.85

资产总额	76.22	100.00	124.91	100.00	230.04	100.00
------	-------	--------	--------	--------	--------	--------

资料来源：公司审计报告，联合资信整理

近年来，随着不良资产经营业务、债转股业务以及优质资产经营业务的发展，公司对现金的需求上升，资金利用率的提升导致货币资金在总资产中的比重持续下降。截至 2019 年末，公司货币资金余额 26.94 亿元，占资产总额的 11.71%，主要为银行存款，交易对手主要为股份制银行和省内城商行。

近年来，公司坚持防范化解金融风险、服务实体经济发展的定位，大力发展不良资产收购处置业务，2017—2018 年不良资产经营业务规模实现快速增长；但另一方面，随着近年来陕西省内不良资产的逐步出清、省内商业银行的不良资产包供应量在 2019 年有所萎缩，加之省内不良资产收购竞争日趋激烈，导致公司当年收购的金融机构不良资产规模有所下滑。截至 2019 年末，公司不良资产经营业务余额 44.81 亿元，占资产总额的 19.48%。其中，金融不良资产债权收购余额 20.02 亿元，纳入以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产科目管理；非金融机构不良债权收购余额 24.78 亿元，纳入持有至到期投资科目和一年内到期的非流动资产管理。

近年来，公司综合运用各类业务的协同开展优势，加大债转股、委托贷款、基金管理以及股权投资等投资类业务的开展力度，投资类资产规模实现快速增长，2019 年的增幅加大，系当年多个市场化债转股项目成功落地以及股权投资规模较大所致。截至 2019 年末，公司投资类资产净额 154.04 亿元，占资产总额的 66.96%。从公司投资类资产种类和会计科目划分来看，截至 2019 年末，公司债转股投资余额 82.00 亿元，城镇化基金、城市建设和新材料等股权投资余额 44.48 亿元，金融不良资产证券化、公司债券等债务工具投资余额 8.19 亿元，上述投资纳入可供出售金融资产科目管理；委托贷款余额 4.60 亿元，

计入一年内到期的非流动资产和其他非流动资产科目；其他债权投资 9.00 亿元，计入其他非流动资产；另有少量长期股权投资。截至 2019 年末，由于投资类资产未出现逾期，公司暂未计提减值准备。

2020 年一季度，公司持续推动各项业务快速发展，资产规模保持增长，但资产结构有所变化，其中金融不良资产和非金融不良债权收购余额出现不同程度的下滑，非金融不良资产债权的降幅尤为明显，投资类资产规模在债转股业务规模大幅增长的带动下亦显著上升。截至 2020 年 3 月末，公司资产总额 279.88 亿元，较上年末增长 21.67%；其中货币资金余额 31.97 亿元，金融不良资产收购余额 19.94 亿元，非金融不良债权收购余额 15.93 亿元，投资类资产净额 200.93 亿元。截至 2020 年 3 月末，公司因长期借款而质押部分可供出售权益工具中的股权，涉及金额 79.74 亿元，除此之外无其他受限资产。

2. 资本与杠杆水平

近年来，公司实收资本和所有者权益总额持续增长。为支持不良资产经营、债转股、股权投资等期限较长的业务发展，公司负债中银行长期借款、债券发行方式融入的中长期资金占比明显提升，整体负债结构有所优化；但负债资金来源对银行借款依赖度仍然较高；融资成本受市场影响较大，需关注市场资金价格波动对公司负债成本和业务经营产生的影响。

公司收购不良资产、参与债务重组及相关投资业务对资金的需求量较大。除自有资金外，公司的经营资金主要来源于银行借款和发行债券。近年来，由于业务发展对资金的需求不断扩大，公司负债规模呈快速上升态势。截至 2019 年末，公司负债总额 143.75 亿元（见表 11），主要由银行借款和应付债

券构成。

公司主要通过银行借款的方式从外部融入资金，近年来银行借款规模稳步增长，长期借款的占比持续提升，一定程度上缓解了流动性管理压力。从借款方式来看，公司银行借款主要为信用借款和质押借款，质押标的为部分公司所投资企业的股权。截至 2019 年末，公司借款余额 95.19 亿元，占负债总额的 66.22%；其中短期借款余额为 19.86 亿元，占全部银行借款的 20.86%，利率集中于 4.13%~5.00% 区间；长期借款余额为 75.33 亿元，占全部银行借款的 79.14%，利率集中于 4.04%~5.70% 区间。

凭借强大的股东背景、对于当地经济的重要战略地位以及近年来良好经营所建立的品牌形象，公司已与多家国有银行、股份制银行和大型城市商业银行取得授信，银行借

款渠道随着业务的发展不断拓宽，具有较强的融资能力，有效保障后续各类业务的开展。截至 2020 年 9 月末，公司共获得银行授信总额 352.05 亿元，尚有 175.19 亿元授信额度未使用。

近年来，公司根据资金需求以及市场情况，通过发行债券的方式拓宽融资渠道，应付债券在负债总额中所占比重整体有所提升。截至 2019 年末，公司应付债券余额 39.88 亿元，占负债总额的 27.75%，债券品种包括市场化银行债权转股权专项债券、定向债务融资工具等。

公司其他类负债主要为市级政府专项转移支付资金以及子公司陕西投融资担保有限责任公司收取的保证金。截至 2019 年末，公司其他类负债余额 8.68 亿元，占负债总额的 6.04%。

表 11 公司负债结构

单位：亿元、%

项目	2017 年末		2018 年末		2019 年末	
	余额	占比	余额	占比	余额	占比
银行借款	17.79	55.81	41.06	68.58	95.19	66.22
其中：短期借款	7.59	23.80	20.91	34.92	19.86	13.82
长期借款	10.20	32.01	20.15	33.66	75.33	52.40
应付债券	7.95	24.96	10.95	18.28	39.89	27.75
其他类负债	6.13	19.23	7.86	13.14	8.68	6.04
负债总额	31.87	100.00	59.87	100.00	143.75	100.00

资料来源：公司审计报告及提供资料，联合资信整理

2017—2019 年，公司主要通过增资扩股及利润留存的方式补充资本；其中，2018 年，得益于子公司陕西投融资担保有限责任公司（已更名为陕西信用增进有限责任公司）通过引入战略投资者的方式增资扩股，少数股东权益的增长带动公司所有者权益总额的增長；2019 年，陕西财金投资管理有限责任公司、陕西煤业化工集团有限责任公司两家新股东以货币出资的方式置换陕西省国资委以陕西省国有资产经营有限公司非货币资产认缴的陕西资金 11.99 亿元股权，公司的实收资本规模进一步增加。截至 2019 年末，公司所

有者权益总额 86.28 亿元，其中实收资本 45.09 亿元，未分配利润 4.55 亿元，少数股东权益 33.08 亿元。从杠杆水平来看，近年来，随着公司债务规模的大幅上升，杠杆水平持续上升。截至 2019 年末，公司资产负债率为 62.49%，全部债务资本化比率为 61.02%（见表 12）。

表 12 公司资本实力及杠杆水平 单位：亿元、%

项目	2017 年末	2018 年末	2019 年末
所有者权益	44.35	65.04	86.28
资产负债率	41.81	47.93	62.49

长期债务资本化比率	--	32.35	57.18
全部债务资本化比率	36.73	44.43	61.02

资料来源：公司审计报告，联合资信整理

2020 年以来，公司延续了以长期借款和债券发行为主的融资策略，债券品种包括非公开发行业务、定向债务融资工具、市场化银行债权转股权专项债券，负债规模实现稳步增长，负债的平均期限进一步拉长。截至 2020 年 3 月末，公司负债总额 184.26 亿元，其中银行借款 110.14 亿元，占负债总额的 59.77%，短期借款和长期借款的余额分别为 19.80 亿元和 90.33 亿元；应付债券余额 65.63 亿元，占负债总额的 35.62%。

3. 盈利能力

近年来，随着各类业务规模的增长以及首个不良资产处置周期的收益加速显现，公司营业收入和净利润规模显著增长，盈利水平处于行业较好水平。另一方面，需关注新冠肺炎疫情

情对公司不良资产的收购和处置业务发展及盈利实现的影响。

公司盈利主要由营业总收入和投资收益构成，其中营业总收入主要是不良资产处置回款大于购入成本部分、债转股业务、担保增信业务、基金管理业务等获取的收益；投资收益主要是非金融债权项目折价收购部分摊余成本计算的摊销金额、分红形式的债转股项目收入、一般股权投资收益以及委托贷款等获取的收益。近年来，随着债转股业务的良好开展以及首个不良资产处置周期的经营效果逐步显现，公司营业总收入和投资收益均持续增长。2019 年，公司实现营业总收入 7.09 亿元，按照业务类型划分，不良资产经营、问题资产化解和优质资产经营板块营业收入分别为 4.11 亿元、1.42 亿元和 1.56 亿元，分别占营业总收入的 57.96%、20.00%和 22.04%（见表 13）；实现投资收益合计 5.64 亿元。

表 13 公司收益指标 单位：亿元、%

项目	2017 年	2018 年	2019 年
营业总收入	1.22	5.60	7.09
其中：营业收入	1.20	4.14	7.03
营业总成本	0.26	2.27	4.82
其中：销售费用和管理费用	0.44	0.58	--
业务及管理费	--	--	1.48
财务费用	-0.20	1.64	3.28
投资收益	0.72	1.68	5.64
利润总额	1.69	5.02	7.94
净利润	1.24	3.88	6.38
平均资产收益率	2.15	3.85	3.60
平均净资产收益率	3.20	7.09	8.44

资料来源：公司审计报告，联合资信整理

公司营业成本主要为与业务开展有关的业务及管理费用以及银行借款、债券等有息负债产生的利息支出。2019 年，公司将原销售费用和管理费用统一列入业务及管理费用进行核算。近年来，随着公司业务规模的不断扩大和员工人数的增加，业务及管理费用持续增长；同时，有息债务规模的增长致使公司的利息支

出规模持续增加，财务费用亦随之快速增长。2019 年，公司营业总成本为 4.82 亿元，其中业务及管理费 1.48 亿元，财务费用 3.28 亿元。

从盈利水平来看，近年来，得益于各项业务的稳步发展，公司净利润规模逐年增长。2019 年，公司实现净利润 6.38 亿元，平均资产收益率和平均净资产收益率分别为 3.60%和 8.44%。

2020 年以来，受新冠肺炎疫情影响，公司不良资产收购和处置业务出现一定延缓，对整体收益产生一定不利影响。2020 年一季度，公司实现营业总收入 0.98 亿元，其中不良资产经营、问题资产化解和其他资产经营分别收益分别为 0.42 亿元、0.36 亿元和 0.19 亿元，分别占营业总收入的 43.39%、37.22%和 19.39%；投资收益 1.12 亿元；实现净利润 0.12 亿元。

4. 现金流分析

公司融资渠道通畅，现金流充裕。2017—2018 年，公司处于业务快速发展阶段，由于不良资产经营业务对资金的需求量较大且

资金回收期较长，公司经营活动现金流量呈净流出状态；2019 年以来，随着公司不良资产收购规模的下降以及不良资产处置收益的逐步显现，公司经营活动现金流量净额由负转正。由于基金管理、股权投资以及债转股等投资业务的开展力度较大，投资活动现金净流出持续增长。为了满足业务快速发展对于资金的密集需求，公司持续通过银行借款、发行债券及股东出资等方式取得资金，使得筹资活动现金净流入呈持续增长的趋势。截至 2019 年末，公司期末现金及现金等价物余额 26.94 亿元（见表 14）。

表14 公司现金流情况 单位：亿元

项 目	2017 年	2018 年	2019 年
经营活动产生的现金流量净额	-0.50	-9.73	16.42
投资活动产生的现金流量净额	-21.01	-35.82	-100.38
筹资活动产生的现金流量净额	26.49	36.11	94.62
现金及现金等价物净增加额	4.98	-9.44	10.66
期末现金及现金等价物余额	25.72	16.28	26.94

资料来源：公司审计报告，联合资信整理

5. 偿债能力分析

公司偿债能力很强，但需关注债务规模持续扩大对资产负债结构调整以及长期偿债能力的变化。近年来，随着债务规模的扩大，公司资产负债率和全部债务资本化比例均持续上升；在计入以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产科目中金融机构不良资产规模增加以及短期债务规模和占比下降的影响下，流动性比率处于良好水平且呈持续提升趋势；不断提升的盈利水平为公司利息偿还的提供了充足的保障。从短期偿债能力指标来看，截至 2019 年末，公司流动比率为 225.73%，短期偿债能力极强。从长期偿债能力指标看，2019 年，公司 EBITDA 为 12.06 亿元，EBITDA 利息倍数为 2.94 倍，全部债务/EBITDA 为 11.20（见表 15），长期偿债能力很强。

表 15 公司偿债能力指标 单位：亿元、%、倍

项 目	2017 年末	2018 年末	2019 年末
流动比率	314.23	231.86	225.73
全部债务	25.74	52.01	135.08
EBITDA	2.05	7.15	12.06
EBITDA 利息倍数	5.70	3.38	2.94
全部债务/EBITDA	12.56	7.27	11.20

资料来源：公司审计报告，联合资信整理

6. 过往债务履约情况

根据 2021 年 6 月 7 日中国人民银行征信中心出具的企业信用报告，公司无未结清不良或关注类已结清贷款。

7. 抗风险能力

公司作为陕西省省级资产管理公司，基于公司在资本和业务方面得到省政府及下属地方政府大力支持、在陕西省的业务布局得到了保障与资本实力明显提升等因素的综合

判断，公司整体抗风险能力极强。

九、本期中期票据偿债能力分析

公司的EBITDA、经营活动现金流入量对本期中期票据本金偿付保障程度较好。考虑到公司较大规模的授信额度，以及实际控制人为陕西省国资委，能够在资本补充及流动性等方面给予公司较大支持，公司对本期中期票据本金的实际偿付能力极强。

1. 本期中期票据发行对公司现有债务的影响

本期中期票据发行规模上限为10.00亿元，相较公司现有全部债务规模，10.00亿元有息债务分别占2019年末公司全部债务和长期债务的7.40%和8.68%，对公司现有债务结构和规模的影响一般。

截至2019年末，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为62.49%、61.02%和57.18%；以2019年末财务数据为基础，假设本期中期票据募集资金净额为10.00亿元，本期中期票据发行后，在其他因素不变的情况下，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别上升至64.05%、62.71%和59.20%，变化不大，公司杠杆水平仍将维持在合理区间。考虑到本期中期票据募集资金将部分用于偿还债务，公司实际债务负担或将低于预测值。

2. 本期中期票据偿债能力分析

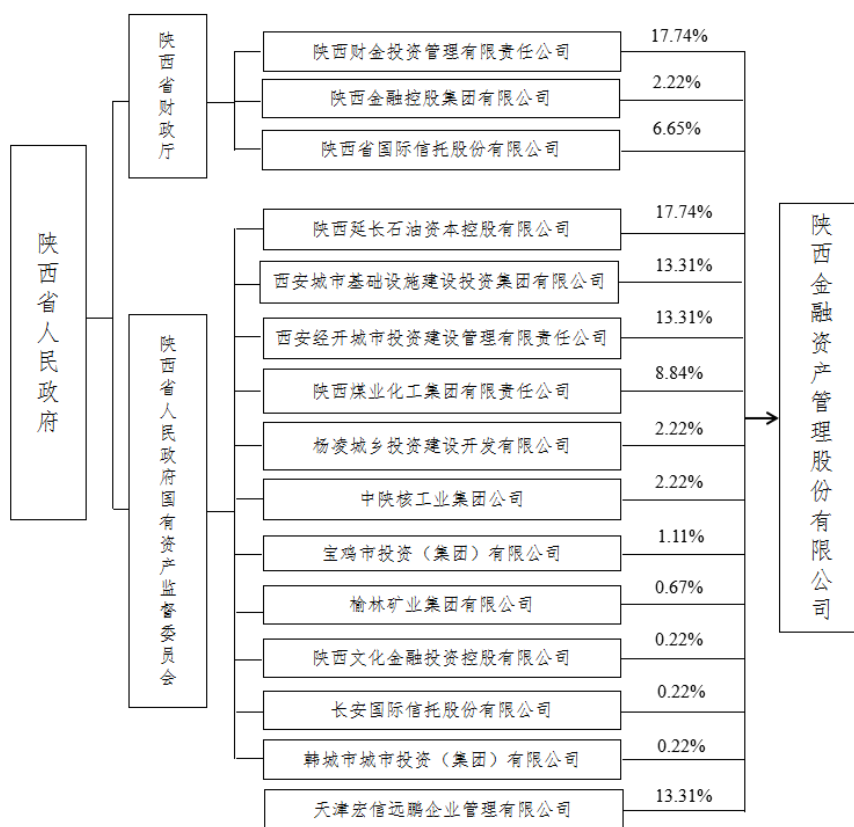
2017—2019年，公司EBITDA分别为2.05亿元、7.15亿元和12.06亿元，分别为本期中期票据上限额度的0.21倍、0.72倍和1.21倍；经营活动产生的现金流入量分别为0.57亿元、15.53亿元和30.94亿元，分别为本期中期票据上限金额的0.06倍、1.55倍和3.09倍；经营活动现金流量净额分别为-0.50亿元、-9.73亿元和16.42亿元，分别为本期中期票据上限金额的-0.05倍、-0.97倍和1.64倍。整体看，公司的

EBITDA、经营活动现金流入量对本期中期票据本金偿付保障程度较好。

十、结论

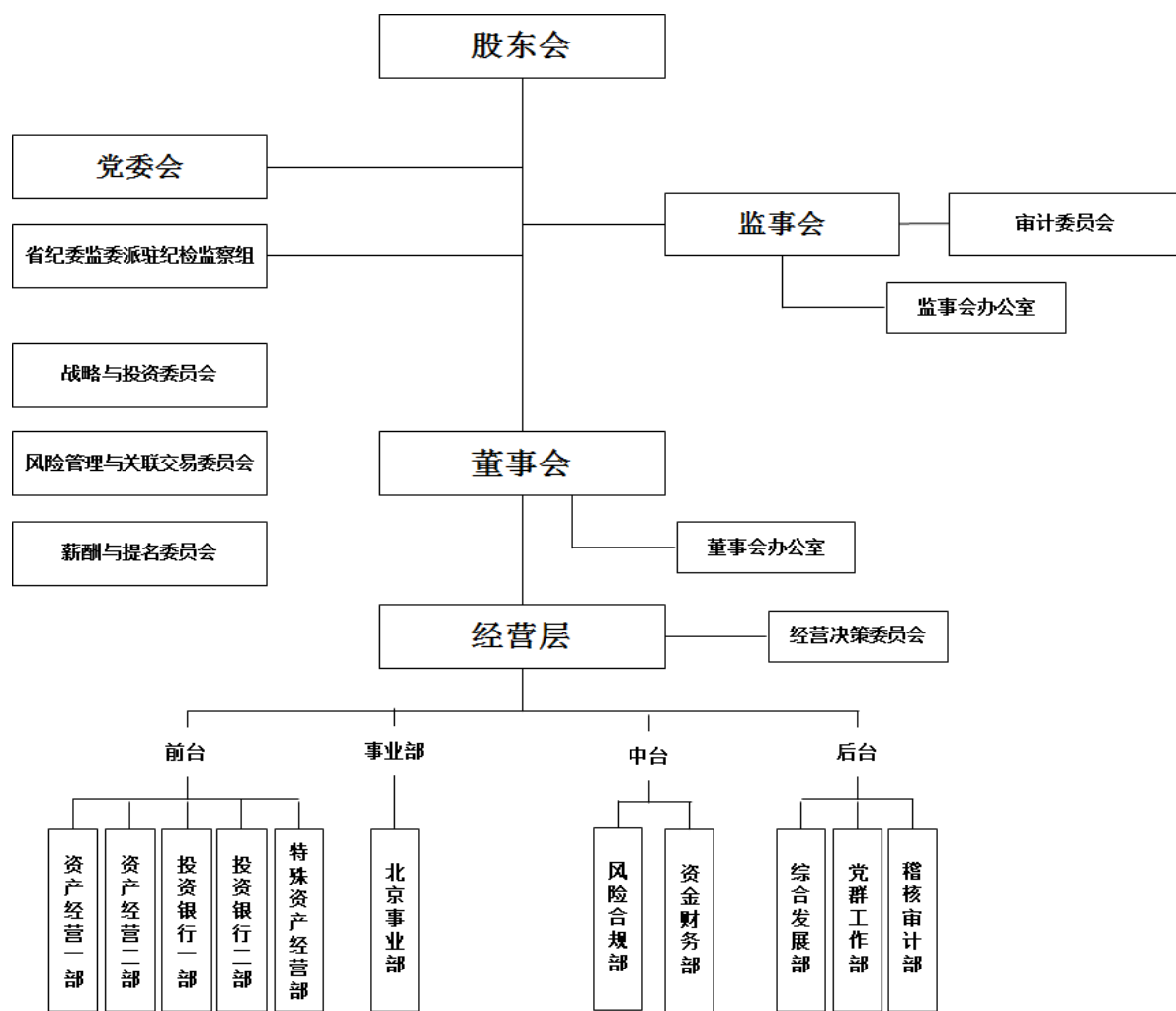
综合上述对公司的公司治理、内部控制、业务经营、风险管理以及财务状况等方面综合分析，联合资信认为，在未来一段时期内公司的信用水平将保持稳定。

附件 1 2021 年 3 月末公司股权结构图



资料来源：公司提供

附件 2 2020 年 9 月末公司组织架构图



资料来源：公司提供

附件 3 陕西金融资产管理股份有限公司主要财务数据及指标

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 1-3 月
资产总额 (亿元)	76.22	124.91	230.04	279.88
负债总额 (亿元)	31.87	59.87	143.75	184.26
所有者权益 (亿元)	44.35	65.04	86.28	95.62
资产负债率 (%)	41.81	47.93	62.49	65.84
不良资产业务余额 (亿元)	18.03	45.21	44.81	35.87
流动比率 (%)	314.23	231.86	225.73	256.93
全部债务资本化比率 (%)	36.73	44.43	61.02	--
营业收入 (亿元)	1.22	5.60	7.09	0.98
利润总额 (亿元)	1.69	5.02	7.94	0.25
净利润 (亿元)	1.24	3.88	6.38	0.12
EBITDA 利息倍数 (倍)	5.70	3.38	2.94	--
全部债务/EBITDA(倍)	12.56	7.27	11.20	--
不良资产相关业务收入/总收益 (%)	70.62	58.65	71.69	--
平均资产收益率 (%)	2.15	3.85	3.60	--
平均净资产收益率 (%)	3.20	7.09	8.44	--
EBITDA/本期债项上限额度 (倍)	0.14	0.48	0.80	--

资料来源：公司提供，联合资信整理

附件 4： 主要财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
资本结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总额×100%
长期债务资本化比率	长期债务/（长期债务+所有者权益）×100%
全部债务资本化比率	全部债务/（长期债务+短期债务+所有者权益）×100%
盈利指标	
平均资产收益率	当期净利润/[（期初资产总额+期末资产总额）/2]×100%
平均净资产收益率	当期净利润/[（期初所有者权益+期末所有者权益）/2]×100%
现金流量指标	
筹资前现金流量净额/流动负债	（经营活动现金流量净额+投资活动现金流量净额）/流动负债×100%
筹资前现金流入量/全部债务	（经营活动现金流入量+投资活动现金流入量）/全部债务×100%
偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出

注：现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据

长期债务=长期借款+应付债券

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销

附件 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

附件 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。

附件 5-3 评级展望设置及其含义

联合资信评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。联合资信评级展望含义如下：

评级展望设置	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级提升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调低的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能提升、降低或不变

联合资信评估股份有限公司关于 陕西金融资产管理股份有限公司 2021 年度第一期中期票据的跟踪评级安排

根据相关监管法规和联合资信有关业务规范，联合资信将在本期债项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和不定期跟踪评级。

陕西金融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。联合资信将在本期债项评级有效期内每年至少完成一次跟踪评级，在企业年报披露后 3 个月内发布跟踪评级报告。

陕西金融资产管理股份有限公司或本期债项如发生重大变化，或发生可能对陕西金融资产管理股份有限公司或本期债项信用等级产生较大影响的重大事项，陕西金融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陕西金融资产管理股份有限公司的经营管理状况、外部经营环境及本期债项相关信息，如发现陕西金融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陕西金融资产管理股份有限公司或本期债项信用等级产生较大影响的事项时，联合资信将就该项进行必要调查，及时对该事项进行分析，据实确认或调整信用评级结果。

如陕西金融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陕西金融资产管理股份有限公司或本期债项信用等级变化情况做出判断，联合资信可以终止评级。

联合资信将指派专人及时与陕西金融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。

权利与免责声明

1. 本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，任何机构和个人不得复制、转载、出售和发布；经授权使用的，不得对有关内容进行歪曲和篡改，且不得用于任何非法或未经授权的用途。
2. 联合资信对本报告所使用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证；本报告的评级结论及相关分析为联合资信基于相关信息和资料对评级对象所发表的前瞻性观点，而非事实陈述；并非且不应被视为购买、出售、持有任何资产的投资建议。
3. 联合资信保留对评级结果予以调整、更新、终止与撤销的权利。
4. 联合资信不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）因使用本报告及联合资信采取评级调整、更新、终止与撤销等评级行动而导致的任何损失负责，亦不对发行人因使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。
5. 任何使用者使用本报告均视为同意本权利与相关免责条款。

